

LIVRO BRANCO

SOBRE

CORPORATE GOVERNANCE

EM PORTUGAL

ARTUR SANTOS SILVA
ANTÓNIO VITORINO
CARLOS FRANCISCO ALVES
JORGE ARRIAGA DA CUNHA
MANUEL ALVES MONTEIRO

2006



Instituto Português de Corporate Governance

PREFÁCIO

Logo no acto do seu lançamento público, em Maio de 2004, o Instituto Português de Corporate Governance (IPCG) definiu, como principal missão a ser prosseguida na primeira fase da sua existência, a elaboração de um Livro Branco sobre o governo das sociedades em Portugal.

A tarefa revelava-se exigente, desde logo porque em Portugal se verificava uma enorme carência de dados sobre a matéria e uma quase total ausência de tratamento dos mesmos que importava alterar. Pelo contrário, em outras economias mais evoluídas, a temática do governo das sociedades encontra hoje profusa referência bibliográfica e importante e extensa intervenção legal e regulamentar, para além de merecer, pelo menos da parte da comunidade que mais de perto convive com os mercados financeiros, um interesse e um acompanhamento que não tem paralelo na realidade nacional.

Contribuiu para amenizar esta assimetria de conhecimento, sensibilidade e prática, a circunstância de a CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários ter levado por diante, nos anos mais recentes, e pela mão dos seus Presidentes Drs. José Nunes Pereira e Fernando Teixeira dos Santos, um conjunto de acções que, de uma forma gradual mas determinada, foram inscrevendo nas agendas de preocupações de reguladores, investidores, intermediários financeiros e emitentes, os temas que a literatura anglo-saxónica agrupa na expressão *corporate governance*.

A Direcção do IPCG considerou que o melhor caminho para que fosse dado corpo a esta aspiração seria o de fomentar a criação de uma Comissão na qual seria depositada a responsabilidade da tarefa a prosseguir.

O Dr. Artur Santos Silva foi convidado a presidir e a constituir a Comissão que integrou os Drs. António Vitorino, Carlos Alves, Jorge Arriaga da Cunha e Manuel Alves Monteiro. Na sequência da auscultação e da recolha de contribuições finais, designadamente as que foram dadas por esta Direcção, acaba de concluir o trabalho que lhe foi proposto, o qual o IPCG traz ao conhecimento e juízo públicos.

A primeira parte faz um percurso pela doutrina e pelos grandes conceitos.

A segunda parte dá uma panorâmica sobre o estádio que as dez maiores empresas da bolsa portuguesa revelam presentemente, em matéria de adopção de boas práticas de *corporate governance*.

Finalmente, em resultado do estudo de diversos códigos de conduta de diferentes jurisdições e de apreciação das tendências que internacionalmente se desenham na matéria, é apresentado um conjunto de recomendações sobre o governo das sociedades

cotadas, as quais revelam, também, uma preocupação de adequação à realidade portuguesa.

Quis o IPCG contribuir, com esta iniciativa, para a transparência, o rigor e a modernização do mercado de capitais português. A Direcção tem como seguro que o esforço que as empresas façam no sentido de acomodarem todas ou a boa parte das recomendações avançadas nesta obra terá como resultado um melhor desempenho das próprias empresas e um sustentado aumento da credibilidade e da confiança dos agentes económicos no mercado nacional.

O IPCG espera, igualmente, que a publicação do presente Livro Branco promova, estimule, facilite a discussão e a reflexão à volta dos temas e dos desafios que o bom governo das empresas coloca no dia-a-dia. É nossa intenção fazê-lo com redobrada energia, contando com a participação enriquecedora de todos os Associados, especialistas e demais interessados por estas matérias.

Finalmente, a Direcção expressa à Comissão do Livro Branco uma palavra de grande reconhecimento pelo trabalho desenvolvido, produto de um exaustivo estudo e profunda reflexão que beneficiou, ainda, da opinião de um conjunto de entidades cuidadosamente seleccionadas, cuja contribuição também é devido enaltecer. A qualidade do trabalho final espelha bem a dimensão e importância dessa tarefa.

Fevereiro de 2006

A Direcção do Instituto Português de Corporate Governance

ÍNDICE

I. INTRODUÇÃO	9
II. SISTEMAS DE GOVERNO DAS SOCIEDADES:	
O QUE SÃO E PARA QUE SERVEM	12
1. Conceito e importância do governo das sociedades	12
2. Principais sistemas de governo das sociedades	20
2.1 Sistema anglo-saxónico	21
2.2 Sistema continental	23
3. Evidência das limitações dos sistemas de governo das sociedades	26
4. Evolução recente	31
4.1 Desenvolvimentos do governo das sociedades nos países europeus	31
4.1.1 Os códigos de bom governo	31
4.1.2 Os princípios da OCDE	38
4.2 Iniciativas da UE em matéria do governo das sociedades	41
4.2.1 O Relatório Winter II	41
4.2.2 Estudo comparativo dos códigos de governo das sociedades	42
4.2.3 Os planos de ação da comissão europeia	43
4.2.4 Concretização dos planos de ação da comissão europeia	48
4.3 A Lei Sarbanes-Oxley e as suas repercussões	57
4.3.1 Génese da lei Sarbanes-Oxley	57
4.3.2 Principais disposições	59
4.3.3 Repercussões	62
III. ENQUADRAMENTO JURÍDICO-INSTITUCIONAL	
DO GOVERNO DAS SOCIEDADES EM PORTUGAL	65
1. Introdução	65
2. Normas da União Europeia	68
3. Breve descrição das principais fontes normativas	68
3.1 Código das sociedades comerciais	68
3.2 Código dos valores mobiliários	72
3.3 Recomendações sobre o governo das sociedades cotadas e regulamento n.º 7/2001 da CMVM	77
IV. PRÁTICAS DE GOVERNO DAS PRÁTICAS DE GOVERNO DAS PRINCIPAIS	
EMPRESAS	85
1. Introdução	85
2. Grau de cumprimento das recomendações da CMVM	85
3. Práticas de governo das 10 maiores empresas cotadas	88
3.1 Mecanismos de administração	89
3.1.1 Conselhos de administração	89
3.1.2 Comissões executivas	97

3.1.3	Presidência dos conselhos de administração e das comissões executivas	99
3.1.4	Comissões de estratégia	100
3.2.	Mecanismos de controlo e fiscalização	101
3.2.1	Comissões de auditoria	101
3.2.2	Auditoria externa e auditoria interna	105
3.2.3	Conselho fiscal	107
3.2.4	Sistemas de controlo de riscos	109
3.2.5	Ética e deontologia	111
3.3	Mecanismos de nomeação, avaliação da performance e remuneração	113
3.3.1	Processo de nomeação dos administradores e dos principais gestores	113
3.3.2	Avaliação dos administradores executivos e dos principais gestores	114
3.3.3	Práticas de remuneração dos administradores e dos principais gestores	115
3.4	O papel da assembleia geral	120
3.4.1	Estatísticas de presenças em assembleia geral	120
3.4.2	Modo de participação e de funcionamento	120
3.4.3	Prazos relevantes	122
3.5	O Potencial controlo pelo mercado	123
3.5.1	Regra de voto	123
3.5.2	Acções com direitos especiais e limites ao direito de voto (<i>Voting Caps</i>)	124
3.5.3	Mecanismos estatutários anti-OPA	124
3.5.4	Existência e alcance de acordos parassociais	126
3.5.5	Estrutura accionista	127
3.5.6	Cruzamento de participações	128
3.6	Política de dividendos	128
4.	Síntese	130
V.	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	135
1.	Conclusões	135
2.	Recomendações	139
2.1	Introdução	139
2.2	Objectivos da empresa	141
2.3	O Conselho de administração	142
2.3.1	Missão do conselho de administração	143
2.3.2	Estrutura e independência do conselho de administração	143
2.3.3	Presidência do conselho de administração e da comissão executiva	145
2.3.4	Administradores não executivos	146
2.3.5	Administradores executivos	148

2.3.6 Comissões especializadas do conselho	149
2.4 Auditoria externa	155
2.5 Auditoria interna e outros mecanismos internos de detecção e gestão de riscos	156
2.6 Conselho fiscal	156
2.7 Comissões de fixação de vencimentos	157
2.8 Assembleias gerais	157
2.9 Medidas contrárias ao funcionamento do mercado de controlo de empresas	158
2.10 Negócios com accionistas e relações comerciais importantes	158
2.11 Transacções com acções da empresa	159
2.12 Despesas confidenciais	160
2.13 Política de dividendos	160
2.14 Códigos de conduta e de ética	160
2.15 Investidores institucionais	161
2.16 Accionista estado	161
VI. BIBLIOGRAFIA E FONTES DE INFORMAÇÃO	163
ANEXOS:	
ANEXO I – Lista de instituições e personalidades auscultadas	165
ANEXO II – Lista de códigos de bom governo	167
ANEXO III – Resumo dos princípios da OCDE sobre o governo das sociedades	175
ANEXO IV – Lista completa das medidas incluídas no “Plano de Acção para Modernização do Direito das Sociedades e Reforço do Governo das Sociedades” da Comissão Europeia	179
ANEXO V – Plano de acção em 10 Pontos no domínio da Revisão Oficial de Contas	183
ANEXO VI – Síntese das principais fontes normativas sobre governo das sociedades em Portugal	187
NOTAS BIOGRÁFICAS DOS AUTORES	191

I. INTRODUÇÃO

O presente texto procura responder ao desafio lançado pelo Instituto Português de *Corporate Governance* aos seus autores, no intuito de produzirem um conjunto de reflexões sobre a situação actual e a evolução recente das práticas de governo das principais empresas portuguesas. O intuito primordial do documento era, pois, o de constituir-se como um Livro Branco sobre o governo das empresas portuguesas.

Quiseram os autores, porém, acrescentar duas outras dimensões ao documento. Por um lado, pretenderam fazer dele um instrumento pedagógico de divulgação da problemática do *corporate governance* e de assuntos diversos com ela relacionados. Por outro lado, igualmente visaram que o exercício não se limitasse ao diagnóstico da situação, mas também abrangesse a enumeração e a descrição de um conjunto alargado de vectores de evolução desejável. Por outras palavras, além do levantamento da situação actual, pretendeu-se contribuir para o incremento da sensibilidade dos agentes económicos para o tema e desejou-se apontar um conjunto de práticas que, se correctamente adoptadas, poderão contribuir para o aumento da eficiência dos mecanismos de *governance* das empresas portuguesas. Este documento comporta, pois, além de uma componente de Livro Branco, uma componente de Código de Bom Governo, materializado num amplo conjunto de recomendações dirigidas a uma pluralidade de destinatários.

O capítulo introdutório procura explicitar o conceito de *corporate governance*, identificar e caracterizar múltiplos mecanismos existentes tendo em vista alinhar os interesses dos gestores e dos accionistas, assim como proteger os pequenos accionistas do poder discricionário dos grandes accionistas. Em particular, caracterizam-se os dois grandes sistemas de governo das sociedades – o sistema continental e o sistema anglo-saxónico – enunciando e explicitando os principais mecanismos que os integram, e reportando algumas das limitações que lhes são conhecidas. Neste contexto, igualmente se quiseram sistematizar os principais desenvolvimentos recentes ocorridos no enquadramento do governo das sociedades, seja na União Europeia, seja nos Estados Unidos da América.

No que respeita ao levantamento das práticas instituídas, e à caracterização da sua evolução recente, o objecto de análise foram as empresas cotadas e, especialmente, as 10 maiores empresas (aferida a sua dimensão pela capitalização bolsista à data de início dos trabalhos). O enfoque nas empresas cotadas deve-se à circunstância de ser relativamente às empresas abertas ao investimento do público que a necessidade de encontrar mecanismos eficientes de estímulo, fiscalização e controlo das equipas de gestão se coloca com mais acuidade.

As razões pelas quais é dada especial atenção às dez maiores empresas são duas. Por um lado, para o conjunto das empresas cotadas já existe um trabalho de análise periódica realizado pela CMVM, cuja última edição, por cedência desta entidade, é aqui incluído

(ainda que sobre a forma de síntese). Por outro lado, o nível de profundidade com que se pretendeu realizar esta análise e a metodologia adoptada – baseada em entrevistas, em análise dos relatórios das empresas e informações adicionais por elas disponibilizadas – impuseram um compromisso entre o número de empresas abrangidas e a exequibilidade e oportunidade do trabalho.

O Livro Branco, incluiu igualmente um levantamento do enquadramento jurídico-institucional do governo das sociedades em Portugal. Aí se procurou identificar as diferentes fontes normativas da gestão, fiscalização e controlo das empresas portuguesas, perceber o sentido da sua evolução recente, e proceder à comparação do estágio de evolução actual com as normas da União Europeia e com os princípios da OCDE.

O Código de Bom Governo procura preencher uma lacuna existente no nosso país. Ao contrário do que se passa em grande parte dos países da OCDE, não existe entre nós um código de boas práticas que abranja a generalidade dos mecanismos de governo. Existia, e existe, como se sabe, um conjunto de recomendações emanadas da CMVM. Porém, dada a natureza pública e o carácter de organismo supervisor desta instituição, estas recomendações não abrangem, naturalmente, a totalidade das práticas e dos instrumentos de governo das sociedades. Havia um espaço de intervenção vazio, que apenas a chamada sociedade civil poderia ocupar, e que este documento se propõe preencher.

As recomendações emitidas visaram abranger as diversas vertentes dos mecanismos de gestão, controlo e fiscalização, não se tendo tomado como restrição, nem a legislação vigente, nem a eventual existência de recomendação da CMVM sobre o assunto. Procurou-se criar um corpo coerente de boas práticas, na convicção de que se lhes for reconhecida razoabilidade pela opinião pública e pelos responsáveis políticos, as concomitantes modificações legislativas não deixarão de ocorrer. Neste sentido, o documento igualmente inventaria as situações em que o cumprimento da recomendação exige uma transformação do quadro normativo vigente, e aponta o sentido de evolução desejável desse quadro normativo.

Em termos metodológicos, como já referido, o levantamento das práticas existentes baseou-se em entrevistas (realizadas com responsáveis indicados pelas dez principais empresas analisadas), análise dos relatórios das empresas (e, em especial, os relatórios de governo das sociedades) e informações adicionais por elas disponibilizadas, a solicitação dos autores do estudo.

Além das entrevistas realizadas com as empresas, igualmente houve reuniões de trabalho com diversas instituições e personalidades, que se listam em anexo (Anexo I), tanto na fase inicial dos trabalhos, como na fase final da sua elaboração.

Em termos de estrutura, o documento comporta quatro partes principais. Na Parte II caracterizam-se os sistemas de governo das sociedades, explicando o que são e para que servem. Na parte seguinte (Parte III), procede-se ao levantamento do enquadramento

jurídico-institucional do governo das sociedades em Portugal, identificando as diferentes fontes normativas e caracterizando as soluções instituídas. Na Parte IV caracterizam-se as práticas de governo das principais empresas portuguesas cotadas, evidenciando as soluções correntemente instituídas, e a sua evolução recente. Por fim, na Parte V, descrevem-se as conclusões obtidas, apresentam-se as recomendações e são identificadas as implicações de natureza legislativa emergentes do código de boas práticas que se propõe.

II. SISTEMAS DE GOVERNO DAS SOCIEDADES: O QUE SÃO E PARA QUE SERVEM

1. CONCEITO E IMPORTÂNCIA DO GOVERNO DAS SOCIEDADES

As empresas, como é sabido, podem ser definidas e conceptualizadas de muitas formas. Uma das vias possíveis consiste em configurá-las como conjuntos de contratos e de relações jurídicas que permitem, pelo menos em determinadas formas societárias, limitar a responsabilidade dos seus proprietários. Com a existência e a criação de sociedades anónimas pretende-se separar a esfera patrimonial inerente à actividade prosseguida pela empresa (tanto no que diz respeito a activos, como no que se refere a passivos) da esfera patrimonial individual dos seus accionistas. Além disso, uma das explicações tradicionais para a existência de empresas consiste em dizer que há situações em que é mais vantajoso realizar internamente, no seio de uma unidade económica e sob um determinado comando hierárquico, certas actividades produtivas, do que proceder à sua contratação externamente em contexto de mercado. Assim, conjugando ambos os elementos, as empresas podem ser vistas como esferas jurídicas autónomas (nexos contratuais), no âmbito das quais se procede à realização de actividades económicas decididas e organizadas de acordo com uma determinada estrutura hierárquica de tomada de decisões.

A expressão «governo da sociedade» designa, precisamente, o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objectivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, actividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência¹.

Quer isto dizer que o governo da sociedade compreende todos os mecanismos que respeitam à determinação da vontade da empresa e à sua concretização, seja ao nível da definição do tipo de actividades económicas a desenvolver, seja no que se refere à organização operacional dessas actividades, seja na tomada de decisões de financiamento dos respectivos investimentos, seja no que respeita à devolução dos recursos investidos aos seus proprietários ou à sua remuneração sob a forma de dividendos. Paralelamente com as estruturas que tomam decisões em nome da empresa, integram o governo das sociedades

¹ Ao utilizar a fórmula «governo da sociedade» em vez da designação «governo da empresa», «governança corporativa» ou outra para exprimir o conceito que em terminologia anglo-saxónica é identificado pela expressão «*corporate governance*», adere-se à tradução proposta pela CMVM (CMVM (1999)). Todavia, convém notar que o que importa para os propósitos deste documento são as empresas cotadas, pelo que, neste contexto, o conceito de sociedade deve ser entendido como restrito às sociedades comerciais com fins lucrativos e com capital accionista aberto ao investimento do público, e não todo e qualquer tipo de sociedades civis ou comerciais.

outros mecanismos que controlam e fiscalizam esse exercício e que visam garantir que a empresa é gerida de modo eficaz, eficiente e consentâneo com os seus interesses. Por outras palavras, o governo de cada empresa deve contemplar mecanismos que induzam a uma eficiente afectação de recursos e mecanismos que exijam a responsabilização pelo modo como esses recursos são usados.

Importa notar que o alcance da expressão governo das sociedades não se limita a abarcar o conjunto de estruturas de decisão e de fiscalização internas à empresas (tais como o órgão de administração, o órgão de fiscalização, etc.). Neste conceito devem também englobar-se todas as restrições que lhes são impostas externamente, designadamente aquelas que se referem ao escrutínio e ao juízo de valor que é feito pelos diversos agentes do mercado de capitais. De salientar, ainda, que nem todos os mecanismos de governo internos à empresa resultam da livre escolha desta: alguns são fruto de imposições legais ou regulamentares².

A necessidade de mecanismos de tomada de decisões no seio das empresas é por demais evidente, não carecendo de considerações adicionais. Sem estes mecanismos as empresas pura e simplesmente não funcionariam. É necessário que se tomem decisões e se promova a sua concretização. É esta a tarefa dos *mecanismos de gestão*. De igual modo se afigura evidente e consensual o quão é importante que estes mecanismos de gestão funcionem eficaz e eficientemente: só desta forma se poderão atingir em termos óptimos os objectivos da empresa.

Não será, porventura, tão evidente a necessidade de mecanismos destinados à fiscalização da actuação das equipas de gestão. Porém, os *mecanismos de fiscalização e controlo* integram a definição de governo das sociedades anteriormente enunciada em paridade com os mecanismos de gestão. Assim acontece, porém, porque existem circunstâncias em que não está à priori garantido que a definição da vontade da empresa e a sua concretização visem os seus objectivos finais. Tal é o caso, como se passará a explicitar, quando há separação entre a propriedade e a gestão.

(i) Empresas com o Capital Fortemente Disperso

As empresas com o capital cotado em bolsa podem ter centenas de milhares de accionistas. Esses accionistas podem residir na vizinhança da empresa ou em continentes distintos. Além disso, a todo e qualquer instante, mediante a simples compra e venda das acções em bolsa, qualquer um pode adquirir ou perder a qualidade de accionista. A gestão terá, obviamente, de ser confiada a profissionais que podem ou não deter, circunstancialmente ou duradouramente, acções da empresa. Os gestores são escolhidos pelas suas presumidas capacidades de gestão e não pelas acções que eventualmente detenham.

² A Parte II deste livro será, aliás, dedicada a descrever o enquadramento normativo do governo das sociedades portuguesas.

Adicionalmente, se a empresa tiver o capital efectivamente disperso, nenhum accionista dispõe de posição expressiva. No limite, nenhum accionista terá “rosto”, no sentido de que não terá influência significativa nas decisões da empresa, designadamente no que respeita à escolha dos profissionais encarregues da sua gestão.

Em todos os países, as empresas possuem, pelo menos, um órgão de administração, a quem compete tomar as decisões de gestão quotidianas. Porém, frequentemente, tal responsabilidade é cometida a um número limitado dos seus membros, os chamados *administradores executivos*. Estes são auxiliados por gestores – doravante designados por *directores* – que não integrando o órgão de administração têm também responsabilidades e competências na direcção das empresas. Entre estes existem, por norma, vários níveis hierárquicos. Este corpo de profissionais, e em especial a administração executiva, tem também o papel crucial no que respeita à definição da política estratégica da empresa. Sem prejuízo de, em função das circunstâncias jurídicas e institucionais em que cada empresa se insere, esta política ter de ser aprovada pelo órgão de administração no seu todo, ou mesmo pela assembleia-geral de accionistas, é frequente que essa política estratégica seja concebida, formulada e advogada pela equipa de gestão.

Assim, tanto ao nível estratégico, como ao nível quotidiano, as empresas com o capital totalmente disperso são geridas por um corpo restrito de administradores executivos e directores, os quais podem ou não ser detentores de qualquer acção da empresa. Há, por isso, total separação entre a propriedade e a gestão.

Este facto não é em si mesmo negativo, sendo, pelo contrário, fonte de virtualidades. Desde logo, permite aos accionistas participar dos ganhos da actividade empresarial sem dispêndio de tempo, apenas aplicando e arriscando capital. Além disso, proporciona aos investidores a participação em negócios que, pela dimensão do capital envolvido, ou pela exigência de capacidade de gestão e de espírito empreendedor, estariam vedados a esses mesmos accionistas (ou pelo menos à maioria deles). Por outro lado, esta separação permite que se reúnam capitais numa escala elevada, tornando por isso viáveis negócios que exigem somas que vão além das capacidades individuais dos investidores. A dispersão de capital associada à diversificação de carteiras permite, ainda, a pulverização de riscos que, de outro modo, seriam inteiramente assumidos pelo proprietário-empreendedor, e facilita a criação de um mercado de capitais, induzindo a uma redução do custo de financiamento. Além disso, assegura que profissionais possam conceber e concretizar projectos rentáveis, mesmo quando não disponham de património pessoal suficiente para esse efeito. Existem, pois, vantagens não só para os gestores e para os accionistas, mas também para a sociedade no seu todo, na medida em que este tipo de organização tem permitido que se concretizem investimentos e, conseqüentemente, se dinamize a actividade económica, numa escala que não poderia ser atingida sem a separação entre a propriedade e a gestão.

Porém, esta separação também coloca problemas. O principal destes problemas resulta do facto de os gestores disporem de um elevado grau de arbitrariedade na tomada de decisões. Esse poder arbitrário emerge, desde logo, da dificuldade de controlo da equipa de gestão

pelos accionistas, decorrente da dispersão do capital. Claro está que os órgãos de administração são eleitos pela assembleia-geral de accionistas, porém na ausência dos ditos accionistas com rosto, como adiante melhor se explicitará, esse poder é mais formal e aparente do que verdadeiramente efectivo. A arbitrariedade de que gozam os gestores emerge também da assimetria de informação de que gozam, face aos seus accionistas e face a toda a envolvente externa da empresa. Os gestores e, em particular, os administradores executivos dispõem de mais informação sobre a empresa do que qualquer outra pessoa. Esta assimetria de informação permite-lhes esconder os verdadeiros objectivos com que as decisões são tomadas, havendo por isso o risco de os decisores procurarem atingir os seus próprios interesses em detrimento dos interesses da empresa. Dando-se o caso de estes interesses serem divergentes, tal atitude origina prejuízo para a empresa, e consequentemente dano para os seus accionistas, originando os chamados *custos de agência*.

Em empresas com o capital fortemente disperso, não está garantido que as equipas de gestão prossigam permanentemente os interesses das empresas, havendo antes razão para pensar que em múltiplas situações os gestores procurarão em primeiro lugar maximizar o seu bem estar, em vez de procurarem atingir os objectivos da empresa e dos seus accionistas. A tomada de riscos excessivos, em circunstâncias em que os gestores partilhem dos benefícios em caso de sucesso, mas não partilhem dos custos em caso de insucesso, é um dos múltiplos exemplos que podiam ser apresentados para ilustrar a problemática da divergência de interesses.

Além disso, é hoje em dia consensual que a competição dos mercados por si só não resolve o problema. Seja a competição no mercado dos bens e serviços, seja a competição no mercado de capitais, seja a competição no mercado de trabalho (dos gestores). Investigação académica tem-se encarregado de, ao longo das últimas décadas, evidenciar que os custos de agência são uma realidade não negligenciável, e que as práticas de expropriação dos accionistas pelos gestores são uma possibilidade não meramente teórica. Alguns dos escândalos ocorridos nos anos mais recentes nos EUA e na Europa (de que o chamado caso Enron é, provavelmente, o mais emblemático), sobejamente conhecidos da opinião pública, bastam por si só para ilustrar a relevância do problema.

Os custos de agência são em si mesmo graves porque originam prejuízo do bem-estar dos accionistas, mas igualmente são graves na medida em que têm consequências para a economia no seu todo. Com efeito, a existência deste problema tem repercussões no mercado de capitais, seja ao nível do custo de capital, seja ao nível da disponibilidade dos investidores para continuarem a financiar as empresas com capital disperso. É sabido que a *corporate governance* é uma componente do risco assumido pelos accionistas³, de que decorrerá (em contexto de eficiência de mercado) um maior custo de capital e uma menor valorização para as empresas com piores estruturas de governo e maior risco⁴. É também

³ Atente-se, por exemplo, na destruição de valor accionista resultante de falhas do governo de empresas como, entre muitas outras, a Enron, a Parmalat e a Ahold.

⁴ Vide, por exemplo, McKinsey (2002).

sabido que a sustentabilidade do mercado de capitais enquanto fonte de financiamento das empresas, de crescimento e de desenvolvimento económico carece da existência de mecanismos que assegurem aos investidores que estes não serão expropriados quando canalizam as suas poupanças para o mercado accionista.

Na presença de empresas com capital disperso, a existência de mecanismos de fiscalização e de controlo das equipas de gestão, assume uma significativa importância. Da eficácia (efectiva e reconhecida) destes mecanismos depende a confiança dos investidores e, por consequência, o custo e a disponibilidade do capital, com os inerentes reflexos na possibilidade de concretização de determinados projectos de investimento e na dinâmica da actividade económica no seu todo.

(ii) Empresas com Accionistas Maioritários

Os administradores e directores das empresas com accionistas maioritários, sejam estes outras empresas, famílias ou o Estado não gozam do mesmo poder arbitrário que os profissionais que gerem as empresas com capital totalmente disperso. Não se pense, porém, que não existe espaço para que a gestão prossiga outros interesses que não os objectivos da empresa, e que não existe a possibilidade de expropriação dos accionistas.

Neste tipo de empresas, os accionistas maioritários, por norma, ou integram eles próprios a equipa de gestão, ou os membros desta (na totalidade ou, pelo menos, na sua maioria) são pessoas da sua confiança. Aqui, os accionistas têm rosto e têm poder efectivo. Onde, a possibilidade de expropriação dos accionistas (na sua totalidade) pelos gestores não é aqui um problema tão relevante.

A concentração da propriedade, todavia, tem os seus próprios problemas de agência e os conflitos de interesse também podem ser expressivos. Porém, a questão coloca-se na relação entre os accionistas maioritários e os pequenos accionistas, originando problemas de eventual expropriação dos minoritários. O accionista maioritário está, por norma, directa ou indirectamente, envolvido na gestão e dispõe de mais informação que os accionistas minoritários. Pode usar esta assimetria de informação em proveito próprio, em prejuízo da empresa no seu todo, e dos accionistas minoritários em particular.

A concretização dessa possibilidade é tanto mais provável quanto maior seja o poder desse accionista face aos seus interesses económicos, ou seja, quanto maiores forem os seus direitos de voto comparativamente aos seus direitos de *cash flow*. A utilização de estruturas piramidais, o cruzamento de participações, a existência de mais do que uma classe de acções (originando as chamadas *golden shares*), uma grande variedade de cláusulas estatutárias (tais como a limitação dos direitos de voto a uma dada participação do capital social) são ferramentas comumente usadas para atingir este objectivo. Este tipo de instrumentos permite que um accionista tenha a maioria do capital social, mas que apenas beneficie de uma parte menor dos dividendos a distribuir. Muitos estudos sugerem

que os benefícios privados que são extraídos do controlo, e que não são partilhados pelos accionistas minoritários, são significativos, denotando que também aqui não se está na presença de um problema meramente teórico⁵. A redução do valor da empresa, a redução dos dividendos, a redução da riqueza dos accionistas via redução da performance dos investimentos e uma inferior performance operacional são frequentemente apontadas como consequências da distorção de incentivos dos grandes accionistas.

Em suma, tratando-se de situações em que há um controlo maioritário do capital por um accionista, de igual modo é indispensável que no conjunto de mecanismos que integram a respectiva governação, se incluam instrumentos de fiscalização e controlo.

(iii) Empresas com Vários Accionistas Minoritários com Rosto

Em outras circunstâncias, a par de um expressivo número de pequenos accionistas anónimos, existe um ou vários accionistas que possuem posições minoritárias no capital, mas de alguma relevância.

Nos casos em que existe um único accionista minoritário com rosto, os problemas que se colocam são (em grande medida) os mesmos que se colocam quando um único accionista exerce o controlo maioritário. O poder deste accionista único minoritário é, obviamente, menor do que quando há controlo da maioria do capital. Todavia, este accionista terá, provavelmente, uma grande influência na escolha da equipa de gestão, obtendo um poder de decisão que excede a proporção dos seus direitos de *cash flow*, o que origina um óbvio incentivo à expropriação dos accionistas minoritários.

Tratando-se de empresas em que existe mais do que um accionista minoritário com rosto, o fulcro da questão pode ser o mesmo ou ser distinto. Se estes accionistas concertarem entre si (de modo expresso ou tácito) no sentido de controlarem a gestão e expropriarem os demais accionistas, o problema permanece com a mesma configuração. Porém, se não existir conluio, e os accionistas com rosto se controlarem e fiscalizarem mutuamente, evitando que algum deles extraia benefícios privados que não possam ser partilhados pelos demais accionistas, incluindo os anónimos, o problema muda de configuração. Neste último cenário, a equipa de gestão retoma algum do poder discricionário que caracteriza as situações das empresas com o capital disperso. Porém, dada a presença próxima de vários accionistas com rosto – seja através da nomeação de pessoas da sua confiança para os órgãos de administração, seja pelo escrutínio próximo que exercem da vida da empresa (por força do interesse próprio que têm em evitar serem expropriados, seja pelos outros accionistas, seja pelos gestores) – a assimetria de informação de que beneficia a equipa de gestão é encurtada, sendo conseqüentemente também menor a possibilidade de extraírem impunemente benefícios privados excessivos.

⁵ Para uma síntese dos (múltiplos) estudos que documentam evidência de custos de agência, ver entre outros (Shleifer e Vishny (1997)).

(iv) Interesses dos Accionistas versus Outros Interesses Legítimos

O desígnio final do governo das empresas é assegurar que estas são permanentemente geridas tendo em vista o cumprimento eficaz e eficiente dos objectivos com que foram constituídas e são mantidas. Coloca-se, porém, o problema de saber com que objectivos as empresas são ou devem ser geridas.

Importa notar que os accionistas não são os únicos agentes económicos com interesses legítimos na vida da empresa. Os trabalhadores, os credores, os fornecedores, os clientes, o Estado e a comunidade local são igualmente parte interessada no futuro da empresa. Da viabilidade e da solidez das empresas depende a manutenção dos postos de trabalho. Da sua saúde financeira depende a capacidade de pagamento de juros e de reembolso dos credores. Os fornecedores e os clientes da empresa também têm óbvios interesses na solvabilidade e na continuidade da empresa. O Estado é parte interessada por múltiplas razões: da existência e continuidade da empresa resulta actividade económica, emprego, receita fiscal, impacto ambiental e social. Por estas mesmas razões, a comunidade local onde a empresa se insere não é indiferente ao futuro da empresa, nem aos objectivos com que esta é gerida. Ao conjunto alargado de agentes económicos com interesses legítimos numa dada empresa dá-se usualmente a designação anglo-saxónica de «*stakeholders*», sendo os accionistas designados por «*shareholders*».

Coloca-se, pois, a questão de saber se os objectivos da empresa devem contemplar apenas os interesses dos *shareholders*, ou se, pelo contrário, os interesses dos *stakeholders* (ou, pelo menos, de alguns deles) devem também ser prosseguidos pelos gestores.

Tradicionalmente assume-se que as empresas devem ser geridas tendo em vista maximizar a riqueza dos seus accionistas, de modo a maximizar o respectivo bem-estar. Para tal, os gestores deveriam concentrar-se em criar valor para os seus accionistas, maximizando o valor do respectivo capital investido. Os accionistas são vistos como beneficiários últimos dos actos da empresa. Nesta acepção, os gestores devem tomar as suas decisões com um critério único: *aumentar o valor da empresa e a riqueza dos seus accionistas*.

As razões que justificam esta assumpção tradicional são de dupla ordem: i) *por um lado*, existe a consciência de que a multiplicidade de objectivos dificulta o processo de tomada de decisões (dada a potencial conflituosidade entre esses objectivos) e dificulta a aferição da performance dos gestores; ii) *por outro lado*, entende-se que os demais *stakeholders* beneficiam da protecção de *contratos específicos*, ao contrário dos *shareholders* que são apenas titulares dos *direitos residuais*⁶.

⁶ Com efeito, enquanto os trabalhadores e os credores, por exemplo, são pagos em função daquilo que os respectivos contratos estipulam, os accionistas apenas são remunerados em função dos lucros obtidos (ie, em face do que remanesce após serem deduzidos aos proveitos todos os custos incorridos por força dos contratos específicos estabelecidos pela empresa). Além disso, em caso de dissolução os accionistas apenas são reembolsados após serem ressarcidos todos os outros titulares de direitos face à empresa.

Note-se que os mecanismos contratuais proporcionam, por vezes, instrumentos poderosos de defesa dos interesses de alguns dos *stakeholders*. Porém, igualmente, se tem consciência de que não existem contratos completos e perfeitos que eliminem totalmente a sujeição dos *stakeholders* a potenciais expropriações.

Uma forma de conciliar a abordagem tradicional com a defesa dos interesses dos *stakeholders* consiste em conceber estes interesses como restrição ao objectivo de maximização de lucro das empresas. Acontece, porém, que nem todos os interesses socialmente defensáveis que gravitam em torno da empresa se constituem como reais restrições à maximização do valor da empresa. A utilização de mão-de-obra infantil, por exemplo, só é uma verdadeira restrição se os consumidores penalizarem efectivamente as empresas que recorrem a tal prática. Ainda a título de exemplo, a inexistência de mecanismos que permitam em todas as circunstâncias medir com rigor a poluição e a degradação do ambiente que resulta da actuação da empresa, faz com que não seja ainda possível endereçar sistematicamente uma factura específica a cada empresa. Nestas circunstâncias, nem sempre as práticas de agressão do meio ambiente e de crescimento insustentável são incompatíveis com a criação de valor para os accionistas. Desta vez, a assimetria de informação de que goza a equipa gestão seria utilizada para impor custos inaceitáveis à comunidade no seu todo, em benefício privado dessa mesma equipa ou dos seus accionistas.

Neste contexto, não deixando de reconhecer as virtualidades do objectivo único de maximização do valor da empresa, e não deixando de reconhecer que múltiplos dos interesses específicos que gravitam em torno das empresas são adequadamente defendidos por contratos específicos, por legislação adequada e por uma opinião pública atenta, crê-se que subsistem interesses não adequadamente defendidos e cuja salvaguarda se deve cometer às equipas de gestão, pelo menos nos planos ético e deontológico.

O primeiro objectivo da gestão da empresa deve, pois, ser o da criação de riqueza, assim como promover a sua distribuição de modo equitativo e transparente entre a totalidade dos seus accionistas. Porém, deve também exigir-se que as equipas de gestão actuem de forma ambientalmente e socialmente responsável, contribuindo para que o desenvolvimento seja equilibrado e sustentável. Os mecanismos de fiscalização e de controlo das empresas devem igualmente promover a dimensão da sustentabilidade nos seus critérios de actuação. Além disso, deve ainda exigir-se que as empresas não esqueçam a sua responsabilidade, seja no plano das relações com o Estado e com a comunidade em geral, seja no plano das relações com os seus trabalhadores e colaboradores. A consciência de que as empresas são espaços de realização pessoal e profissional, onde o desempenho por mérito deve ser o critério fundamental de remuneração e de progressão na carreira, deve igualmente presidir à organização da estrutura hierárquica em que se baseia a tomada de decisões no seio da empresa.

Em suma, colocando a criação de valor para os accionistas e o tratamento equitativo destes no centro dos objectivos do governo da empresa e do desenho da respectiva estrutura de fiscalização e controlo, crê-se que a gestão e a fiscalização das empresas

igualmente deverá ter em conta as responsabilidades sociais da empresa. A avaliação do cumprimento de ambos os objectivos, bem assim como a formulação de um juízo de valor pelos accionistas e pela comunidade sobre a sua articulação, obviamente, exige uma total transparência da gestão, seja na sua relação com os mecanismos de fiscalização, seja no que se refere ao reporte de informação ao exterior.

2. PRINCIPAIS SISTEMAS DE GOVERNO DAS SOCIEDADES

Os mecanismos de tomada de decisões e de fiscalização variam de país para país, e dentro de um mesmo enquadramento legal e institucional podem variar de empresa para empresa. Porém, é frequente identificarem-se dois sistemas principais de governo das sociedades: o *sistema continental* (igualmente designado por *sistema baseado nas relações* ou *sistema de controlo interno*) e o *sistema anglo-saxónico* (também referenciado como *sistema de controlo externo* ou *sistema de controlo pelo mercado*). O primeiro sistema é conotado com o governo das empresas da Europa continental e do Japão, ao passo que o segundo sistema é identificado com os EUA, o Reino Unido e os demais países de expressão e influência anglo-saxónica.

A estrutura de propriedade e o papel e a relevância do mercado de capitais são características indissociáveis de cada um dos sistemas. Enquanto a propriedade dispersa predomina no modelo anglo-saxónico, no modelo continental a propriedade é muito concentrada, com bancos, empresas e famílias a dominarem expressivas fatias do capital das empresas cotadas. Nos EUA e no Reino Unido os investidores institucionais são grandes accionistas, gerindo globalmente uma fatia expressiva das acções cotadas, embora individualmente as suas posições accionistas em cada empresa sejam pouco expressivas. Paralelamente, os mercados de capitais da Europa continental são relativamente estreitos e ilíquidos, ao passo que as bolsas anglo-saxónicas (em especial as norte-americanas) são grandes e líquidas.

TABELA 1 – ESTRUTURA DE PROPRIEDADE DAS EMPRESAS EUROPEIAS COTADAS

PAÍS	Nº DE EMPRESAS	CAPITAL DISPERSO	CONTROLO FAMILIAR	CONTROLO ESTADO	OUTRO CONTROLO
Áustria	99	11.11	52.86	15.32	20.71
Bélgica	130	20.00	51.54	2.31	26.15
Finlândia	129	28.68	48.84	15.76	6.72
França	607	14.00	64.82	5.11	16.07
Alemanha	704	10.37	64.62	6.3	18.71
Irlanda	69	62.32	24.63	1.45	11.60
Itália	208	12.98	59.61	10.34	17.07
Noruega	155	36.77	38.55	13.09	11.59
Portugal	87	21.84	60.34	5.75	12.07
Espanha	632	26.42	55.79	4.11	13.68
Suécia	245	39.18	46.94	4.9	8.98
Suíça	214	27.57	48.13	7.32	16.98
Reino Unido	1953	63.08	23.68	0.08	13.16
Total	5232	36.93	44.29	4.14	14.64

Fonte: Faccio e Lang (2002).

É sabido que a estrutura de propriedade predominante nos EUA, entre as empresas cotadas, é a dispersão acentuada. La Porta et al. (1999) documentam que entre as 20 maiores empresas cotadas a percentagem de empresas com capital totalmente disperso (isto é, empresas que não têm qualquer accionista com pelo menos 10 por cento dos direitos de voto), no final de 1995, era de 90 por cento nos EUA e de 80 por cento no Reino Unido. Na Europa continental a estrutura de propriedade é muito mais concentrada. A tabela que se segue reporta a estrutura de propriedade documentada por Faccio e Lang (2002) para uma amostra de 5232 empresas de 13 países europeus. Aí se torna perceptível que a percentagem de empresas com o capital disperso – aqui entendidas como empresas em que nenhum accionista possui pelo menos 20 por cento dos direitos de voto – é substancialmente mais elevada no Reino Unido e na Irlanda que nos demais países europeus. Nestes países é muito mais frequente que as famílias – directamente ou através de empresas não cotadas –, o Estado ou o outro tipo de accionistas controlem pelo menos 20 por cento dos direitos de voto das empresas cotadas.

Compreende-se, assim, que no modelo anglo-saxónico o principal desafio que se coloca no desenho dos instrumentos de controlo e fiscalização das empresas tem a ver com a protecção dos accionistas face ao poder arbitrário dos gestores profissionais, os quais por norma gozam de uma ampla margem de actuação. No caso da Europa continental o principal problema reside na protecção dos interesses dos pequenos e anónimos accionistas face aos accionistas que têm dimensão suficiente para exercer influência sobre a equipa de gestão da empresa. Além disso, a diversidade de estruturas accionistas e de importância dos mercados de capitais igualmente torna compreensível que, no caso anglo-saxónico, se espere um grande contributo dos agentes económicos que gravitam em torno deste mercado para o controlo (de fora para dentro) dos gestores. Na Europa continental, pelo contrário, o controlo externo pelo mercado de capitais não é um elemento nuclear, antes se conceptualizando que as equipas de gestão são internamente controladas pelos accionistas com mais interesses na empresa, e que estes (se forem múltiplos) se controlam entre si, e são igualmente controlados por outros grupos, tais como os bancos e os trabalhadores, com interesses e relações privilegiadas com a empresa.

Nos próximos parágrafos descrever-se-ão, sumariamente, os principais instrumentos que integram cada um dos sistemas de governo das sociedades.

2.1 SISTEMA ANGLO-SAXÓNICO

Um elemento fundamental do sistema norte-americano é a convicção de que existe um *mercado eficiente de controlo das empresas*, o qual exerce um efeito disciplinador sobre os gestores profissionais. A ideia subjacente é a de que se as equipas de gestão forem incompetentes ou prosseguirem interesses próprios em prejuízo dos seus accionistas, as respectivas empresas não terão o seu valor maximizado, pelo que serão objecto de uma oferta pública de aquisição (*takeover*), na sequência da qual serão substituídas por outras mais competentes e empenhadas na criação de riqueza para os seus accionistas.

O sistema de remuneração dos gestores é igualmente um elemento nuclear do sistema anglo-saxónico. As remunerações variáveis são a principal componente da remuneração dos gestores, sendo a sua magnitude por norma ligada aos resultados ou à cotação da empresa. Visa-se, assim, o alinhamento de interesses entre os accionistas e os gestores⁷.

Um outro pilar do sistema norte-americano consiste na *ampla divulgação de informação ao mercado de capitais*, e na *auditoria externa* dessa informação.

Um elemento igualmente basilar deste sistema reside na estrutura e no modo de funcionamento do Conselho de Administração. Este órgão é tipicamente integrado por dois tipos de administradores. Os chamados administradores internos (*insiders*) e os administradores externos (*outsiders*). Os primeiros são, em regra, executivos e frequentemente fizeram carreira na empresa, ao passo que os segundos são, por norma, não executivos e sem ligação à estrutura interna da empresa. É suposto que os segundos sejam *independentes* dos primeiros e tenham como funções principais tomar decisões estratégicas, aconselhar, fiscalizar e avaliar a actividade dos administradores executivos⁸. A fiscalização, a avaliação, a fixação da remuneração e o despedimento dos administradores executivos compete a comités criados no seio do Conselho de Administração e compostos por *administradores externos* supostamente *independentes*. Além da independência, a adequada fiscalização e avaliação dos gestores executivos exige que os administradores não executivos devam *tempo* aos assuntos da empresa e tenham *conhecimentos* suficientes para o efeito.

Entre os comités típicos dos conselhos de administração dos EUA inclui-se, com grande relevo, o *comité de auditoria*. A este comité compete a nomeação, contratação e despedimento do auditor externo bem como o acompanhamento do seu trabalho. O seu objectivo é assegurar que a informação divulgada ao público é adequadamente auditada e que, por isso, é merecedora de confiança. Para tal, é essencial que o comité seja independente da equipa de gestão, e que os administradores que o integram assumam na plenitude o papel de guardiães da fiabilidade da informação reportada. Actualmente, 97 por cento das grandes empresas norte-americanas possuem um tal comité, sendo a percentagem de 56 por cento entre as principais empresas do Reino Unido⁹.

Um outro comité que frequentemente existe nos países anglo-saxónicos é o chamado *comité de fixação de vencimentos*, a quem compete fixar as remunerações dos administradores executivos, bem assim como proceder à formulação de um juízo de valor sobre o respectivo desempenho. Estima-se que, actualmente, 95 por cento das maiores empresas norte-americanas possuam um comité de fixação de vencimentos integrado por

⁷ Nos EUA 83% dos pagamentos aos CEO de 100 das maiores empresas (incluídas no índice S&P 500) dependem da performance, sendo esta percentagem de 64% entre as 400 demais empresas do índice (Charkham (1995)).

⁸ Adiante discutir-se-á o conceito de independência.

⁹ Ambos os indicadores foram reportados pelo Deutsche Bank (2005), respeitando a amostra norte-americana às empresas integrantes do S&P 500 e a amostra do Reino Unido é composta pelas empresas integrantes do índice FTSE 350.

administradores tidos como independentes, acontecendo o mesmo com 54 por cento das principais empresas do Reino Unido¹⁰.

Um outro comité característico das empresas norte-americanas é o *comité de nomeações*. Entre as funções mais importantes deste comité, que igualmente deve funcionar de modo independente dos administradores executivos, inclui-se proceder à nomeação de novos administradores, fazendo a respectiva proposta à assembleia-geral, quando está em causa a sucessão natural ou a substituição, por má performance, dos administradores executivos. A percentagem de empresas integrantes do índice S&P 500 que têm um comité de nomeações é de 93 por cento, ao passo que entre as empresas integrantes do índice FTSE essa percentagem é de 16 por cento (Deutsche Bank (2005)). Quer isto dizer que a existência de tal comité é a regra nos EUA e a excepção no Reino Unido.

Além da disciplina imposta pela ameaça de uma potencial aquisição hostil, o mercado de capitais exerce um papel adicional no controlo das equipas de gestão. Esse papel resulta da *actividade dos analistas financeiros* e de todos os demais agentes económicos que analisam a informação divulgada, procedem ao seu escrutínio (externo) e sobre ela formulam um juízo de valor. Estes agentes supostamente contribuem para a fixação (externa) de metas para as equipas de gestão, do mesmo modo que têm um importante papel na medição (externa) das respectivas performances.

A *regulação e a supervisão* públicas dos mercados de capitais, visando obter um tratamento equitativo entre todos os accionistas e assegurar a suficiência, veracidade e actualidade da informação são igualmente um elemento importante na tentativa de assegurar aos investidores a minimização do risco de expropriação que estes enfrentam.

2.2 SISTEMA CONTINENTAL

Na Europa continental, onde a Alemanha emerge como protótipo, a estrutura de propriedade é tida como um mecanismo determinante crucial da estratégia da firma e da sua performance subsequente. Aqui, como antes referido, a propriedade está longe de ser tão difusa quanto nos países anglo-saxónicos, sendo frequente a existência de accionistas – particularmente famílias – com posições relevantes. O controlo dos gestores pelos maiores accionistas é, pois, um elemento fundamental deste modelo. Os *principais accionistas controlam* (internamente) a *gestão* e tomam as principais decisões estratégicas da empresa. Não é aqui infrequente que os próprios accionistas principais tenham assento nos órgãos de administração ou então façam eleger pessoas da sua confiança. O problema reside na defesa dos pequenos accionistas face aos grandes accionistas.

O *mercado de controlo de empresas* não é tido aqui como desempenhando um papel relevante. Na Europa continental são raras as ofertas públicas de aquisição, não havendo a

¹⁰ Aplica-se aqui o referido na nota anterior.

expectativa que se constituam como ameaça credível às equipas de gestão e aos accionistas principais, mesmo quando estes não possuem o controlo maioritário das empresas. Em muitos casos, encontram-se implementados mecanismos de defesa anti-OPA que impedem o funcionamento de tal mercado, coibindo o seu (suposto) efeito disciplinador¹¹.

Também no que diz respeito às remunerações, o papel das *remunerações variáveis* é bastante menos preponderante do que aquilo que acontece nos EUA. Tradicionalmente, a remuneração fixa representa uma fatia muito significativa da remuneração total¹². Este factor reflecte a menor necessidade de alinhar os interesses entre os gestores e os accionistas, decorrente da presença de accionistas de controlo.

No que diz respeito à estrutura dos órgãos de administração, em múltiplos países da Europa continental predomina o chamado *modelo dualista*, caracterizado pela existência de dois órgãos com responsabilidade pela administração da empresa. Este modelo reina na Alemanha, Áustria, Dinamarca, Holanda e Suíça. Em outros países, como é o caso de Portugal¹³, predomina o modelo *monista*, assim designado por força da existência de um único órgão de administração em cada empresa¹⁴. Em outros países, como a França, são frequentes ambos os tipos de estrutura.

O modelo dualista visa criar uma estrutura intermédia (*conselho geral*¹⁵) entre a assembleia-geral e os gestores executivos (*direcção*), a qual além de outras funções deve desempenhar um papel de fiscalização e de controlo dos administradores executivos e, por consequência, dos accionistas a quem esses administradores se encontrem ligados. Aquela estrutura intermédia assume alguns dos poderes que na estrutura monista são exercidos pela assembleia-geral. É o caso, pelo menos em alguns dos regimes, da aprovação das contas anuais e da eleição dos membros da *direcção*. O órgão superior possui ainda alguma autoridade sobre as principais decisões de gestão, as quais carecem da sua aprovação. Entre as tarefas do *conselho geral* inclui-se também a avaliação do desempenho dos membros da *direcção*. No âmbito do sistema dualista, os accionistas usualmente reúnem uma vez por ano principalmente para avaliar o trabalho do *conselho geral* e da *direcção*.

A efectiva capacidade do conselho geral para fiscalizar e controlar a acção dos gestores executivos depende, obviamente, da independência dos seus membros face a estes gestores e aos accionistas a quem eles se encontrem ligados. A ideia subjacente à sua constituição é também a de conferir capacidade a determinados *stakeholders* para

¹¹ Por exemplo, para uma amostra de 102 empresas dinamarquesas, Rose e Mejer (2003) reportam que 51% usam dualidade de classes de voto e 21,6% são controladas por fundações como mecanismo de defesa face a potenciais *takeovers*.

¹² Na Alemanha, por exemplo, 65% da remuneração corresponde ao salário fixo, sendo o restante vencimento composto – em partes aproximadamente iguais – por uma componente variável e por benefícios não monetários (Charkham (1995)).

¹³ Não obstante a legislação portuguesa permitir, como se verá na Parte II, o modelo dualista.

¹⁴ Entre as empresas não britânicas integrantes do índice FTSEuro First 300, 25% têm uma estrutura dualista e 75% possuem um único órgão de administração (Deutsche Bank (2005)).

¹⁵ Adopta-se as designações «conselho geral» e «direcção» em conformidade com a terminologia instituída no Código das Sociedades Comerciais (artigos 424 a 446). Tais órgãos são usualmente designados em terminologia anglo-saxónica por, respectivamente, «supervisory board» e «management board».

fiscalizar a gestão quotidiana e interferir na formulação da política estratégica da empresa. Na Alemanha e na Dinamarca, por exemplo, 1/3 dos membros do conselho geral são representantes dos trabalhadores e dos sindicatos.

No caso das empresas europeias que adoptam a estrutura monista é também muito frequente a separação da gestão quotidiana das decisões de administração estratégica, criando no seio do Conselho de Administração um comité restrito de administradores executivos a tempo inteiro (Comissão Executiva). A este comité compete a gestão da empresa no dia a dia, nos termos dos poderes que lhe tenham sido delegados pelo Conselho de Administração. Os administradores executivos são nomeados pelo Conselho de Administração, competindo à assembleia-geral a eleição de todos os membros desse conselho¹⁶. Além disso, a aprovação das contas para submissão à assembleia de accionistas compete ao Conselho de Administração, o qual reserva também para si a aprovação da política estratégica e algumas das decisões mais importantes no que respeita à sua concretização. Assim, em grande medida, o modelo monista em que há Comissão Executiva acaba por recriar uma dupla instância de tomada de decisões e por criar condições para que a instância superior (Conselho de Administração) supervisione e controle a instância inferior (Comissão Executiva).

Uma das consequências da dualidade de instâncias decisórias é a possibilidade de separação das figuras dos respectivos presidentes. Na estrutura dualista o presidente do conselho geral e o presidente da direcção são duas pessoas distintas, sendo o primeiro usualmente designado, em terminologia anglo-saxónica, *Chairman* e o segundo *Chief Executive Officer* (CEO). No caso das estruturas monistas, as figuras do presidente do Conselho de Administração (*Chairman*) e do presidente da Comissão Executiva (CEO) podem coincidir ou não. A separação dos dois papéis é muito frequente na Europa continental. Apenas em 20 por cento das empresas não británicas integrantes do FTSEuro First 300 ambos os cargos são desempenhados pela mesma pessoa, ao passo que nos EUA a acumulação de cargos entre as empresas componentes do S&P 500 é de 69 por cento¹⁷. Obviamente, a separação dos papéis é importante como forma de evitar a concentração de poderes, mas apenas produz resultados efectivos na protecção dos interesses dos pequenos accionistas se o *Chairman* for independente do CEO e dos accionistas com influência relevante na escolha dos gestores executivos.

Na Europa continental é cada vez mais frequentes a existência de comités com responsabilidades específicas, formados por inspiração do modelo anglo-saxónico. Está-se, porém, ainda longe da frequência computada, e já referida, para os EUA e para o Reino Unido. O Deutsche Bank (2005) reporta que apenas 16 por cento das empresas do FTSEuro First 300 (Ex. Reino Unido) têm comité de auditoria independente¹⁸ e apenas 5 por cento possuem comité de nomeações¹⁹.

¹⁶ Não obstante, usualmente, no momento da eleição dos membros do Conselho de Administração pela Assembleia-Geral saber-se quem serão os administradores que terão responsabilidades executivas.

¹⁷ Fonte: Deutsche Bank (2005).

¹⁸ Versus, como antes referido, 97 por cento para os EUA e 56 por cento para o Reino Unido.

¹⁹ Versus, como antes referido, 93 por cento para os EUA e 16 por cento para o Reino Unido.

Por fim, saliente-se que no modelo continental, a actuação das instituições financeiras emerge como elemento muito importante. Desde logo, pelo facto de não existir uma acentuada dispersão dos riscos de crédito. Ao contrário dos EUA onde existe uma ampla prática e uma longa tradição de sindiciação e de dispersão dos empréstimos por múltiplas instituições, na Europa prevalecem as relações credor/devedor com uma óptica de longo prazo. Por outro lado, os bancos são muitas vezes accionistas de muitas empresas não financeiras. Além disso, os bancos, em alguns países (em especial na Alemanha), actuam como procuradores dos seus clientes, pelo que juntam aos direitos accionistas próprios os direitos de voto que decorrem das acções dos seus clientes particulares. Por isso, é suposto, não só possuírem interesses, como terem condições para actuarem como elementos indutores do bom governo das demais empresas.

3. EVIDÊNCIA DAS LIMITAÇÕES DOS SISTEMAS DE GOVERNO DAS SOCIEDADES

Um conjunto de escândalos financeiros de que o mais conhecido é a falência do gigante norte-americano da área da energia Enron, em Dezembro de 2001, a que se podem equiparar casos similares, tanto nos EUA (*vg*, WorldCom, Nortel, e eToys), como na Europa (*vg*, Ahold, Parmalat e Vivendi), trouxeram para o domínio da opinião pública um debate que há muito se vinha fazendo, pelo menos, nos meios académicos e nos órgãos de regulação e supervisão financeira: a falta de eficácia de alguns dos mecanismos de governo das sociedades.

(i) Mercado de Controlo das Empresas

Desde logo, já se vinha tendo consciência de que as ofertas públicas de aquisição não tinham o efeito punitivo (poderoso) que, no âmbito do sistema anglo-saxónico, era pressuposto. Múltipla investigação académica sugere que o *mercado de controlo das empresas (takeovers)* tem uma relação fraca com a performance e é muito pouco impulsionado pelo mau governo das sociedades visadas, operando muito mais intensamente por força do factor dimensão. Uma grande empresa pouco lucrativa tem maior probabilidade de sobreviver com independência do que uma pequena empresa muito rentável.

Se ainda se pode discutir se o mercado de controlo de empresas funciona como forma de minimização de custos de agência em contextos de subavaliação, a questão perde grande parte da sua relevância em contextos, como aquele que foi vivido no final da década de noventa, de especulação altista, quando os preços das acções estavam substancialmente sobreavaliados²⁰. Nestes casos, o efeito da perda de valor decorrente da má gestão é mais do que compensado pela inflação do valor decorrente da sobreavaliação das cotações,

²⁰ A não ser, obviamente, que a sobreavaliação da adquirente não seja substancialmente inferior e o pagamento possa ser efectuado com a entrega de acções ou financiado pela colocação destas no mercado primário.

dissuadindo potenciais interessados em aproveitar o potencial de valor decorrente de uma gestão mais séria e competente.

Aliás, este mercado terá funcionado ele próprio como factor de agravamento dos custos de agência. Com efeito, não só muitas equipas de gestão terão desencadeado processos de aquisição tendo em vista adquirir dimensão que dissuadissem eventuais interessados na sua aquisição, como adicionalmente terão utilizado este mecanismo para atingir objectivos imediatos em detrimento da performance de longo prazo da empresa. Assim, por exemplo, a simples aquisição de uma outra empresa, desde que financiada por outros meios que não a aquisição de acções próprias, imediatamente origina o aumento do resultado consolidado por acção. Se os gestores da empresa adquirente forem remunerados com base neste indicador, esta aquisição é inequivocamente benéfica para os seus interesses, podendo não ser positiva do ponto de vista da maximização do valor de longo prazo da empresa²¹.

Um estudo recentemente publicado²² proporciona interessante evidência da magnitude dos custos de agência associados ao mercado de aquisições de empresas. De acordo com esta investigação a perda de valor – medida pela queda de cotação no período de três dias seguinte ao anúncio – associada a operações de aquisições no período 1998-2001 atingiu um total de USD 240 biliões de dólares, dos quais apenas uma parte se constituiu em transferência de riqueza para os accionistas das empresas adquiridas (USD 106 milhões) e a parte remanescente (USD 134 biliões) traduziu-se em destruição de valor.

O facto de os *takeovers* serem muito dispendiosos para o adquirente e de as equipas de gestão serem muito frequentemente hábeis a lutar contra este tipo de operações igualmente agrava o cepticismo quanto à eficácia do instrumento. Tem-se, pois, a convicção de que o efeito punitivo raramente pode ser associado a este tipo de operações, ou que pelo menos são permitidos desvios substanciais face a uma conduta óptima para que o instrumento actue com racionalidade económica.

(ii) Sistema Remuneratório

Algo de que igualmente se tem consciência plena, é de que os mecanismos *remuneratórios* que foram usados ao longo da década de noventa para alinhar os interesses entre gestores e accionistas, pelo menos em grande parte, falharam os seus objectivos. Assim aconteceu com os mecanismos que estabeleceram uma ligação entre os resultados do exercício e a remuneração variável, assim aconteceu também com os mecanismos de *stock options* e outros que avaliaram a performance com base nas cotações bolsistas. No que diz respeito à medição da performance com base nos resultados correntes, o exemplo anterior é a esse propósito elucidativo. No que respeita à avaliação da performance com base nos preços de bolsa, basta pensar que a simples descida das taxas de juro tem usualmente o efeito

²¹ A este propósito veja-se, por exemplo, a descrição do caso da Ahold por Jong et al. (2005).

²² Moeller, Schlingemann e Stulz (2005).

de fazer subir as cotações das empresas e que para esse efeito em nada contribuiu o bom desempenho das equipas de gestão.

O elevado crescimento das remunerações e a falta de informação sobre essas remunerações, particularmente quando estão em causa mecanismos de *stock options*, são factos que igualmente concorrem em sustentação da tese de que o mercado dos gestores profissionais está longe de funcionar de forma perfeita, e de que os mecanismos vigentes nos últimos anos não conseguiram na plenitude promover o alinhamento de interesses com os accionistas.

(iii) Auditoria, Divulgação de Informação e Controlo Externo pelo Mercado de Capitais

Aliás, os mecanismos de incentivo, baseados nos resultados ou nas cotações, não só terão falhado no alinhamento de interesses entre gestores e accionistas, como igualmente terão contribuído para a falência de outros mecanismos, como sejam a *qualidade da informação reportada* e o *controlo passivo exercido pelos analistas financeiros*. Com efeito, num contexto em que as cotações estão sobreavaliadas como o vivido na segunda parte da década de noventa, e em que os analistas financeiros vão colocando fasquias cada vez mais elevadas nas suas previsões de resultados, os gestores enfrentam duas opções: ou desapontam os analistas, reduzindo as expectativas quanto à capacidade de a empresa gerar valor e sendo pecuniariamente penalizados na sua remuneração, ou alimentam falsas expectativas, recorrendo a gestão de resultados, a práticas contabilísticas pouco ortodoxas ou simplesmente mentindo²³. A actuação dos analistas financeiros contribuindo para a sustentação desta espiral, em vez de contribuir para a racionalidade do mercado e para a aproximação das cotações aos valores fundamentais, terá estado muito longe do que era suposto e desejado. A prática de gestão e manipulação de resultados era objecto de suspeitas que os escândalos antes referidos vieram fundamentar. Além disso, a independência dos auditores externos era já objecto da suspeição de que, mais do que trabalhar para os accionistas, os auditores trabalhavam para os gestores, e acumulavam funções de auditoria com funções de consultoria de compatibilização questionável. Estes escândalos igualmente vieram fundamentar essas suspeitas.

(iv) Independência dos Administradores Externos

Um outro aspecto do *corporate governance* sujeito a cepticismo é a acção dos administradores independentes, enquanto fiscalizadores e avaliadores do desempenho da equipa de gestão.

²³ A este propósito, por exemplo, Jensen (2004) observa que, no pico do mercado, a Enron tinha uma capitalização bolsista de USD 70 biliões, quando o seu valor fundamental (na sua opinião) seria de apenas USD 30 biliões. Numa tentativa de salvar os USD 40 milhões (que sempre seriam perdidos), os executivos da empresa engendraram um conjunto de operações e manipulações que levaram à falência da empresa e à destruição dos USD 30 biliões que a empresa valeria.

A primeira questão que aqui se coloca é a de saber o que é um administrador independente, relativamente a quem deve ele ser independente e que perfil deve ter. É comum referir-se que administrador deve ser independente de todos os outros administradores e gestores, assim como de todos os accionistas da empresa e de quaisquer outros interesses relevantes que gravitem em torno desta (fornecedores, clientes, credores, trabalhadores,...). Um administrador independente deve sentir-se livre de quaisquer cumplicidades e deve sentir-se apenas comprometido com o cumprimento dos objectivos da empresa e com o tratamento equitativo de todos os accionistas. Além disso, os administradores independentes devem sentir-se livres da própria empresa, tendo condições e tendo disponibilidade mental para em qualquer momento cessarem as suas funções. A independência é em última instância uma questão de sentimento, de integridade e de honestidade pessoal, razão pela qual não existe um perfil consensual para a figura do administrador independente.

A este propósito, algumas vozes afirmam a convicção de que os gestores executivos desempenham um papel importante na escolha dos gestores não executivos, o que limita o poder e a capacidade de fiscalização destes. No mesmo sentido concorre o facto – documentado por alguns estudos – de existir uma elevada probabilidade de os administradores externos perderem os seus lugares com a queda dos CEO. Também na Europa continental são múltiplas as vozes que questionam a independência dos administradores não executivos, no sistema monista, e dos membros do conselho geral, no sistema dualista.

Deve notar-se que, além do sentimento de independência, o correcto exercício da função exige outras condições. Não basta que os administradores se sintam independentes para que a sua missão seja adequadamente cumprida. É também necessário que sejam *competentes* e que devam *tempo* suficiente aos assuntos da empresa. Neste contexto, uma crítica recorrente é a de que os administradores independentes não têm tempo nem conhecimentos – tanto no campo financeiro, como no campo técnico específico dos negócios – para absorver toda a informação necessária à compreensão do funcionamento da empresa. Importa notar que os administradores executivos se encontram, por norma, em situação de privilégio relativamente aos administradores não executivos. A diferença de meios à disposição e de tempo dedicado à empresa é normalmente uma vantagem dos executivos sobre os não executivos, permitindo àqueles influenciar e condicionar a actuação destes.

Igualmente relevante neste contexto é a existência de *condições institucionais* para a concretização das suas tarefas. Assim, por exemplo, a contratação de estudos e pareceres de especialistas nem sempre está ao alcance dos administradores independentes limitando a sua capacidade de intervenção. Do mesmo modo, por exemplo, nem sempre se encontra instituída ou é praticada a possibilidade de os administradores não executivos reunirem sem a presença dos administradores executivos²⁴.

²⁴ Isso apenas acontece em 20 por cento das empresas da Europa continental integradas no índice FTSEuro First 300 (Deutsche Bank (2005)).

Uma questão que se cruza com a problemática do tempo é a questão do *interesse* da empresa e da função para o administrador não executivo²⁵. Muitos atribuem a falta de eficácia dos administradores não executivos na fiscalização da equipa de gestão à falta de interesses materiais relevantes. Esse interesse pode ser aumentado via remuneração. Porém, o incremento da remuneração também é susceptível de originar perda de independência, sendo por isso necessário encontrar um ponto de equilíbrio.

(v) Influência dos Accionistas com Rosto

Os grandes accionistas – sejam ou não maioritários – têm interesse em influenciar as decisões dos gestores em ordem a obter melhor performance, e têm mais poder para isso que os pequenos accionistas. A concentração da propriedade, porém, como já referido, coloca o problema da eventual exploração dos pequenos accionistas pelos grandes accionistas.

Os estudos conhecidos documentam resultados mistos para o efeito da presença de grandes accionistas. Enquanto alguns estudos denotam que a presença de grandes accionistas esbate a tendência dos gestores para privilegiarem os resultados presentes em detrimento dos resultados futuros e tem impacto na política de investimentos das empresas, outros estudos evidenciam que o papel desempenhado pelos grandes accionistas é significativo para explicar a rotação ou a nomeação de gestores e que a aquisição de largos blocos por grandes accionistas é tipicamente seguida de aumento do valor. Há, por outro lado, estudos que não encontram evidência de que a performance seja diferente entre as empresas maioritariamente detidas e as empresas difusamente detidas, ou que esteja relacionada com o grau de concentração da propriedade.

Os casos em que existe excesso de direitos de voto face aos direitos de *cash flow* são, todavia, consensualmente conotados como dando origem a mau governo e a potencial de expropriação dos pequenos accionistas.

Os investidores institucionais são usualmente vistos como podendo desempenhar um papel importante na fiscalização e no controlo das empresas cotadas. Trata-se de investidores globalmente poderosos – uma vez que detêm uma importante fatia das acções cotadas em bolsa – informados e sofisticados. Além disso, é suposto não terem interesses privados que colidam com os interesses dos demais accionistas, pelo que são muitas vezes vistos como accionistas com potencial capacidade para influenciar e controlar a equipa de gestão, sem o perigo de expropriação dos pequenos accionistas.

²⁵ Na amostra usada pelo Deutsche Bank (2005), apenas 26% dos administradores participavam em pelo menos 75% das reuniões do Conselho de Administração. Importa notar que o número médio de reuniões por Conselho de Administração, na Europa, é de 8 por ano (Heidrick & Struggles (2003)). A conjugação destes dois indicadores indicia que muitos administradores dedicarão pouco tempo aos assuntos das suas empresas.

Não deve, porém, ter-se por adquirido que os investidores institucionais tenham vocação, interesse e condições para exercer um tal papel²⁶. A evidência empírica também tem denotado que nem sempre tais investidores são eficazes na concretização do seu papel ao nível do incremento da performance de longo prazo das empresas objecto da sua acção, não obstante alguns investidores institucionais serem eficazes nas suas tentativas de alteração das estruturas de governo das sociedades alvo.

(vi) Regulação e Supervisão

Os escândalos financeiros ocorridos no final dos anos noventa a que já se fez referência, são, por si só, testemunho de que casos de mau governo podem acontecer, mesmo em países (como os EUA) reconhecidos como dispondo de padrões de regulação e de supervisão de elevada exigência e que visam a protecção dos pequenos accionistas. A regulação e a supervisão, por si só, não garantem que as empresas sejam sistematicamente geridas no interesse dos seus accionistas e que estes sejam tratados de modo equitativo. Basta notar que as autoridades de supervisão, tal como os pequenos accionistas e o público em geral, são vítimas de assimetria de informação, face às equipas de gestão e aos accionistas de controlo, não obstante poderem desempenhar um papel importante no sentido do esbatimento desta assimetria.

Em suma, em meados da primeira década do século XXI, subsiste uma ampla necessidade de aprofundamento e melhoramento dos mecanismos de governo das sociedades, tanto no que respeita ao padrão anglo-saxónico, como no que diz respeito à Europa continental.

4. EVOLUÇÃO RECENTE

4.1 DESENVOLVIMENTOS DO GOVERNO DAS SOCIEDADES NOS PAÍSES EUROPEUS

4.1.1 Os Códigos de Bom Governo

Tendo atrás ficado descritos o conceito e importância do governo das sociedades, os dois principais sistemas (continental e anglo-saxónico) através dos quais esse governo é actualmente exercido e as limitações à sua eficácia, os objectivos prosseguidos no presente trabalho ficariam ainda assim deficientemente documentados se não se fizesse também referência, ainda que sumária, às iniciativas que, nos anos mais recentes, têm sido tomadas para regulação das práticas de governo das sociedades no espaço económico em que o nosso país se integra.

²⁶ Além disso, em sistemas financeiros de natureza universal, tal prática pode colidir com os interesses dos seus accionistas (Veja-se, a este propósito, Alves (2005)).

Como se disse, os escândalos financeiros, verificados sobretudo no início da presente década, confirmaram o que, ao nível académico e da supervisão, já se tornara evidente: a insuficiente eficácia dos mecanismos de governo das empresas e a urgente necessidade do seu aperfeiçoamento.

Efectivamente, já no decurso das décadas de oitenta e noventa se adquirira a percepção – em resultado de múltiplos estudos efectuados neste domínio e da observação das práticas empresariais – de que a gestão das empresas nem sempre era conduzida com adequada salvaguarda dos interesses dos seus accionistas.

De igual modo, a comunicação social começou a fazer eco das preocupações dos investidores – em especial dos pequenos investidores e dos investidores institucionais – acerca da fiabilidade dos mecanismos de fiscalização e controlo dos órgãos de administração. Por outro lado, os poderes públicos (particularmente as autoridades de supervisão), as entidades gestoras de bolsas e as associações de natureza corporativa foram progressivamente assumindo que as normas e as práticas de bom governo constituem factor essencial da competitividade empresarial, da estabilidade e da atractividade dos mercados de capitais e, em última análise, do sucesso das próprias economias nacionais.

Evidentemente que esta assunção foi também reforçada pelo processo de globalização e progressiva integração dos mercados, encorajando e facilitando o investimento transfronteiriço e colocando em confronto mercados domésticos com diferentes níveis de qualidade, flexibilidade e supervisão do governo das sociedades.

No caso concreto do espaço europeu, outros factores específicos influenciaram no mesmo sentido. Em especial, a liberdade de circulação de capitais, bens e serviços, a crescente relevância das bolsas de valores como fonte de financiamento das empresas, a concretização de programas nacionais de privatizações de empresas públicas e a vaga de fusões e aquisições (ocorridas sobretudo nos anos oitenta e noventa) contribuíram para que se transportasse para o primeiro plano da actualidade as questões relativas à protecção dos interesses dos accionistas, incluindo a transparência da informação financeira e o debate em torno dos mecanismos mais adequados de governo societário.

A evolução que ficou referida conduziu a que, a partir da década de noventa – ainda antes da eclosão de sucessivos escândalos internacionais de grande dimensão, com consequências sistémicas e impacto mediático até então inéditos (Enron em 2001, Vivendi Universal e Worldcom em 2002, Ahold e Parmalat em 2003, entre outros)²⁷ – se tivesse já dado início, em diversos países europeus, a um movimento sustentado de codificação de normas recomendatórias e de práticas de bom governo.

²⁷ Em todas estas empresas, as ocorrências que conduziram aos respectivos colapsos evidenciaram graves deficiências de governo societário: débil controlo de gestão por parte dos órgãos de administração, deficiente controlo das empresas pelos accionistas, sistemas de controlo de riscos e actuação da auditoria interna inadequados, ineficiente actuação dos auditores externos e insuficiente e pouco transparente divulgação pública da situação das empresas.

A filosofia que esteve subjacente a este movimento, e que veio a informar iniciativas posteriores, é a de que as normas de natureza voluntária, dirigidas ao comportamento ético dos intervenientes na vida das sociedades cotadas²⁸ (órgãos de administração, auditores, accionistas, *stakeholders*), apresentam maiores virtualidades para restaurar a confiança dos mercados – na medida em que sejam livremente adoptadas e divulgadas pelas empresas ou estas expliquem por que não as adoptam – do que as disposições vinculativas, frequentemente cumpridas na sua letra e não no seu espírito e que nunca impedirão práticas intencionais de má gestão.

Tem-se entendido, além disso, que a flexibilidade que resulta da auto-regulação permitida pelos códigos recomendatórios – apresentados sempre como complementares das fontes legislativas, especialmente do direito das sociedades e dos valores mobiliários – facilita o tratamento das questões cada vez mais complexas do governo das sociedades, com respeito pelas particularidades de cada empresa, cada sector económico e cada país.

Não terá sido, aliás, estranho a esta linha de orientação o facto de, em diversos países europeus, a iniciativa de elaboração e publicação destes códigos haver sido significativamente partilhada, em especial na década de noventa, por entidades não-governamentais, entre elas associações empresariais, patronais ou industriais e, não raramente, dos próprios investidores²⁹.

Entre os primeiros códigos europeus publicados, passou a constituir uma referência, pela essencialidade das suas regras, o *Código de Boas Práticas* dirigido à sociedades cotadas e incluído no *Relatório Cadbury*, publicado em 1992 no Reino Unido³⁰.

Este relatório, que influenciou a elaboração de muitos outros códigos europeus e também fora da Europa, abordou questões determinantes para o governo societário, como as relacionadas com a estrutura dos órgãos de administração e suas comissões, a separação das funções de Presidente do Conselho de Administração e de Presidente da Comissão

²⁸ Embora os códigos de bom governo tenham, em regra, por destinatários as sociedades cotadas, os seus promotores admitem normalmente e consideram desejável a adopção dos respectivos princípios pelas sociedades não-cotadas (e até públicas), com o argumento de que o alargamento do seu âmbito de aplicação apenas poderá favorecer a disseminação das boas práticas. Em alguns países (vg, Reino Unido) vêm mesmo surgindo iniciativas no sentido da aplicação dos princípios de bom governo, inclusivamente vertidos em código, a sectores não empresariais (associações de beneficência, entidades do sector público, etc.).

²⁹ Além das referidas associações, também instituições governamentais ou ligadas aos mercados de capitais e bolsas de valores se contam entre os principais emittentes de códigos de governo das sociedades. Entende-se por código, no presente capítulo, “um conjunto de princípios, padrões e boas práticas não obrigatórios, emitidos por um órgão colectivo”, de acordo com o conceito utilizado no estudo comparativo de códigos de governo dos países da UE elaborado pela firma Weil, Gotthald & Manges para a Comissão Europeia em 2002. Não são assim considerados os códigos emitidos por uma empresa ou investidor individual.

³⁰ “*Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*”. O Relatório é conhecido pelo nome do presidente da comissão responsável pela sua elaboração, Sir Adrian Cadbury. A comissão foi nomeada em Maio de 1991 pelo London Stock Exchange, pelo Financial Reporting Council e pelos profissionais de contabilidade, com o objectivo de dar resposta às preocupações com “o baixo nível de confiança detectado quer na informação financeira, quer na capacidade dos auditores proporcionarem a confiança que os utilizadores dos relatórios das empresas procuram e esperam”. Estas preocupações foram ainda acentuadas pelo colapso inesperado de algumas empresas de significativa dimensão, entre as quais o grupo Maxwell e o BCCI.

Executiva, a responsabilidade, independência e remuneração dos administradores, a importância do contributo dos administradores não-executivos, a fiabilidade da informação financeira, o papel dos auditores externos e os direitos e deveres dos accionistas.

Igualmente introduziu o princípio “*cumpra ou explique*” (“*comply or explain*”), segundo o qual as empresas devem declarar quais as normas que cumprem do “código de boas práticas” e justificar a situações de não-cumprimento.

O referido código teve o mérito de sintetizar, num reduzido conjunto de regras de formulação muito simples, o essencial das posições defendidas ao longo do relatório e que ainda hoje continuam a constituir linhas de força incontornáveis do governo das sociedades.

Constava das suas recomendações a inclusão de administradores não-executivos, na sua maioria independentes, na composição do Conselho de Administração, órgão que deveria assegurar o “*completo e efectivo controlo da sociedade*”, bem como a fiscalização da actividade dos gestores de topo.

O prazo contratual do mandato dos administradores executivos deveria ser limitado, excepto decisão em contrário dos accionistas, e as suas remunerações sujeitas a recomendação de uma Comissão de Remunerações (composta maioritariamente por administradores não-executivos) e objecto de divulgação.

Em matéria de informação e controlo da sociedade, era dado grande relevo às comissões de auditoria, dada a experiência muito positiva existente a seu respeito nos EUA e Reino Unido, enquanto órgão incumbido de zelar pela independência dos auditores e, por essa via, contribuindo para a defesa dos interesses dos accionistas. Recomendava-se, por isso, a criação dessas comissões, integrando também apenas administradores não-executivos maioritariamente independentes, com responsabilidades específicas no controlo da informação financeira, dos serviços prestados pelos auditores externos e da eficiência dos sistemas de controlo interno³¹.

No seguimento do pioneirismo britânico, foram publicados entre 1991 e 2005 (Outubro), no conjunto dos actuais vinte e cinco Estados-membros da União Europeia, cerca de oitenta códigos de bom governo, sendo que, naquele último ano, apenas quanto a três desses

³¹ No Reino Unido, o *Relatório Cadbury* foi seguido da publicação, em 1995, do *Relatório Greenbury*, que se ocupou das questões ligadas à remuneração dos administradores e respectiva divulgação, e do *Relatório Hampel*, em 1998, tendo por objectivo avaliar o cumprimento das recomendações dos dois códigos anteriores. Igualmente em 1998, foi publicado o *Código Combinado (Combined Code)*, que unificou as recomendações dos *Relatórios Cadbury, Greenbury e Hampel*, sendo seus destinatários as empresas e os investidores institucionais. Este Código passou a constituir anexo às regras de admissão à Bolsa de Londres (*Listing Rules*). No ano seguinte, verificou-se a publicação do *Relatório Turnbull (revisão em 2005)*, destinado a orientar a implementação dos requisitos de controlo interno previstos no *Combined Code*; em 2001 do *Relatório Myners*, que se ocupou dos mecanismos de actuação dos investidores institucionais; e em 2003 do *Relatório Higgs*, dedicado ao papel e eficiência dos administradores não-executivos, e do *Relatório Smith*, acerca das comissões de auditoria. Esta proliferação normativa conduziu à revisão e publicação, também em 2003, de um segundo *Combined Code*, que substituiu o de 1998, incorporando os temas essenciais dos relatórios anteriores.

países não se obteve registo da existência de um conjunto formal de normas enquadrável neste conceito. Na realidade, porém, a aceleração da actividade de codificação verificou-se sobretudo depois de 1997, bem patente no facto de a partir de 1998 ter sido identificada a publicação de sessenta e seis códigos, equilibradamente repartidos pelos vários anos.

Foram assim produzidos, sobretudo na segunda parte dos anos noventa e início da presente década, alguns outros importantes códigos. A título de exemplo, poderão citar-se, em França, os Relatórios Vienot I (1995), Vienot II (1999) e Bouton (2002), agregados num código único em 2003; na Alemanha, o Código Cromme (2002), actualizado em 2003; na Bélgica, o Código Cardon (1998) e Lippens (2004); em Itália, o Código Preda (1999), actualizado em 2002; na Holanda, o Código Peters (1997) e o Código Tabaksblat (2003); e, na vizinha Espanha, o Código Olivencia (1998) e o Código Aldama (2003).

Apresenta-se em anexo (Anexo II) a lista de códigos de bom governo identificados nos Estados membros da UE, incluindo também as versões actualizadas ou consolidações de códigos anteriores³². Em resultado das particularidades culturais e sócio-económicas de cada país, estes códigos apresentam naturalmente diferenças entre si. Por exemplo, o aprofundamento das matérias abrangidas e a própria minúcia das disposições deles constantes variam em função dos diversos estádios de desenvolvimento dos mercados de capitais nacionais e do âmbito da regulação já existente em cada país sobre o governo das sociedades, através de normas de natureza legislativa (em regra, a lei comercial) ou regulamentar³³.

Contudo, sem prejuízo dessas diferenças – em boa parte, aliás, respeitantes a aspectos meramente formais – pode afirmar-se que, de um modo geral, as disposições substanciais destes códigos coincidem muito significativamente nos propósitos anunciados, nos princípios defendidos e nos mecanismos recomendados para assegurar e aperfeiçoar as práticas de bom governo.

Como é evidente, esta convergência resulta, antes de mais, da acentuada e razoavelmente disseminada influência – quer nos países europeus ocidentais, quer nos países do Leste europeu –, dos factores históricos e conjunturais a que atrás se fez referência e que estiveram na origem do movimento de codificação.

Relativamente aos códigos mais recentes – entre os quais se contam os dos novos Estados membros da UE, todos datados já da presente década –, ressalta ainda a preocupação de

³² Principais fontes utilizadas: *“Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States”*, Weil, Gotshal & Manges, 2002; *“Index of Codes”*, European Corporate Governance Institute.

O primeiro documento acima mencionado é comentado adiante, na parte relativa às iniciativas da União Europeia em matéria de governo das sociedades.

³³ Diversos códigos reconhecem a dificuldade prática de se definir claramente a fronteira e/ou articulação entre as normas recomendatórias e as normas legais. Embora sem nunca se pôr em causa o primado das normas legais, atribui-se às disposições recomendatórias, em alguns códigos, o objectivo de preencher “lacunas” daquelas e propor padrões mais elevados de comportamento, ainda que com algum risco de sobreposição regulamentar (ver, por exemplo, as observações contidas a este respeito nos códigos sueco e lituano).

posicionar favoravelmente as empresas nacionais no contexto fortemente competitivo que resulta da actual fase de globalização. Constitui argumento frequentemente apresentado pelos promotores desses códigos o de que a adopção formal de exigentes padrões de conduta no governo das sociedades constitui, simultaneamente, importante factor de atracção do investimento estrangeiro e condição de acesso das empresas nacionais aos mercados financeiros internacionais.

Deverá ter-se presente, por outro lado, que na generalidade dos países europeus – tal como, aliás, em outras áreas geográficas – a actividade de codificação tem sido significativamente influenciada por textos de referência, reconhecidos internacionalmente como modelos normativos de bom governo.

Além do *Relatório Cadbury*, atrás mencionado, contam-se entre esses modelos os “*Princípios de Governo das Sociedades*”, publicados originariamente pela OCDE em 1999 e objecto de versão actualizada em 2004.

Os princípios da OCDE, embora não-obrigatórios, foram acolhidos como padrão não só entre os próprios países membros da Organização, mas também a nível mundial, tendo sido designadamente adoptados pelo Banco Mundial na avaliação das práticas de governo das sociedades nos mercados emergentes e pelo *Financial Stability Forum*³⁴ como um dos padrões-chave para a estabilidade financeira internacional.

Assim, após a publicação da sua primeira versão, os “*Princípios*” têm sido expressamente adoptados como modelo na elaboração de códigos de bom governo em diversos países europeus³⁵. Para tal contribuiu o facto de condensarem conceitos e linhas de orientação comumente aceites como fundamentais para o governo das sociedades, após terem sido objecto de vasta consulta internacional. Dada a sua relevância como referência internacional, os princípios da OCDE serão adiante analisados em mais detalhe³⁶.

Sintetizando o que de comum pode ser encontrado na generalidade dos códigos até à data produzidos no espaço europeu, dir-se-á que se verificou notória aproximação nas seguintes matérias:

– tratamento da estrutura, missão e responsabilidades dos órgãos de administração, com reconhecimento da necessidade de existência (quer nos sistemas dualistas, quer nos

³⁴ O *Financial Stability Forum* foi convocado em 1999 com o objectivo de promover a estabilidade financeira internacional através de troca de informações e da cooperação internacional no domínio da supervisão financeira. O Fórum promove regularmente o encontro de autoridades nacionais responsáveis pela estabilidade financeira, visando a respectiva coordenação no sentido de promover a estabilidade financeira internacional, o aperfeiçoamento do funcionamento dos mercados e a redução do risco sistémico.

³⁵ Cabe aqui recordar que, dos 30 países membros da OCDE, 19 são Estados-membros da União Europeia.

³⁶ Mais recentemente, alguns códigos de bom governo dos novos Estados-membros da UE têm também colhido inspiração para as suas disposições nos princípios propugnados pela Comissão Europeia na sua comunicação “Modernizar o Direito das Sociedades e Reforçar o Governo das Sociedades: uma Estratégia para o Futuro”, de Maio de 2003, à qual se fará alargada referência no capítulo seguinte, acerca das iniciativas da UE no domínio do governo das sociedades.

- monistas) de uma função de supervisão e de uma função de gestão (*management*), atribuídas a órgãos distintos;
- definição dos requisitos pessoais e de independência, bem como das regras de actuação, dos administradores não-executivos;
 - separação das funções de Presidente do Conselho de Administração e da Comissão Executiva, mesmo nos sistemas monistas;
 - criação de comissões do órgão de administração;
 - defesa dos direitos dos accionistas e *stakeholders*, com reconhecimento da interdependência dos respectivos interesses;
 - divulgação pelas empresas de informação financeira fiável, bem como das práticas de governo adoptadas.

No que respeita à composição do órgão de administração, constitui recomendação unânime que esse órgão inclua administradores independentes, entendendo-se, em regra, por independência a ausência de circunstâncias que possam prejudicar a capacidade de livre julgamento, como seja a existência de relações com os accionistas de controlo e com a equipa de gestão.

É também linha de orientação presente na generalidade dos códigos a utilidade atribuída à constituição de comissões do Conselho de Administração, com um duplo objectivo: melhorar a qualidade de desempenho da administração e prevenir conflitos de interesses nas áreas onde o risco da sua ocorrência é mais elevado. É assim recomendada a existência de comissões de remunerações, de nomeações e de auditoria, todas elas devendo também integrar administradores não-executivos independentes.

A defesa dos direitos dos investidores representa outro ponto comum. A sua importância, inerente às boas práticas de governo das sociedades, tem vindo, de resto, a ser realçada pelas exigências decorrentes do rápido crescimento dos investimentos transfronteiras no espaço europeu. Por isso, numa matéria em que se verificam ainda significativas divergências entre as legislações nacionais, um número considerável de códigos (antecipando em alguns casos possíveis soluções legislativas) sustenta, como princípios fundamentais, a igualdade de tratamento dos accionistas, a eliminação de direitos especiais de voto e sobretudo a remoção de quaisquer obstáculos à participação dos accionistas nas assembleias gerais.

Também a divulgação de informação suficiente e fiável aos accionistas, e ao mercado em geral, sobre a situação financeira das empresas e sobre as próprias práticas de governo societário é tema geralmente abordado.

Nesta matéria – estreitamente ligada, pela sua natureza, ao funcionamento dos mercados de valores mobiliários – as recomendações vão no sentido da promoção da transparência

dos principais aspectos de governo, designadamente das políticas de remuneração dos administradores executivos e não executivos.

Deverá, por último, assinalar-se que todos os códigos incentivam a divulgação voluntária, pelas empresas destinatárias, das práticas de governo seguidas. Alguns códigos, entre os quais se contam os mais recentes, recomendam a utilização do procedimento de “cumpra ou explique” ou que esse procedimento seja imposto às empresas admitidas à cotação em bolsas de valores.

4.1.2 Os Princípios da OCDE

Como anteriormente se referiu, a primeira versão dos “*Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*” foi aprovada e publicada em 1999, constituindo resposta ao apelo do Conselho da Organização no sentido de se elaborar um conjunto de normas e orientações sobre governo das sociedades, de natureza não obrigatória e aplicáveis fundamentalmente às empresas com capital aberto ao investimento do público³⁷.

A ideia da elaboração de um tal documento foi a de auxiliar os governos dos Estados membros da OCDE e de países terceiros nos seus esforços para avaliar e aperfeiçoar o enquadramento normativo do governo das sociedades, fornecendo linhas de orientação para as bolsas de valores, empresas, investidores e quaisquer outras entidades com intervenção nos mercados financeiros.

Em 2002, os ministros da OCDE deliberaram uma avaliação e revisão geral dos *Princípios*, à luz dos ensinamentos decorrentes dos diversos escândalos financeiros entretanto ocorridos, que haviam contribuído para a convicção generalizada de que os sistemas de governo societário sofriam de graves insuficiências e podiam pôr em risco a integridade dos mercados de capitais.

Para o efeito, levou-se a cabo um estudo aprofundado sobre a evolução do governo das sociedades nos países da OCDE (tendo-se recolhido dados também em outros países) e conduziu-se um amplo processo internacional de consultas envolvendo as diversas partes interessadas (empresas, investidores, associações profissionais e sindicais), com a participação activa de importantes instituições internacionais³⁸.

Na versão revista, publicada em Abril de 2004, introduziram-se novos preceitos destinados a completar e aperfeiçoar o quadro normativo elaborado em 1999, embora sempre com o

³⁷ No preâmbulo do documento, salienta-se que os “Princípios” podem ser igualmente um instrumento útil às sociedades não-cotadas, privadas ou públicas, na concepção dos respectivos sistemas de governo.

³⁸ Designadamente, o Banco de Pagamentos Internacionais, o Banco Mundial, o F.M.I., o Forum para a Estabilidade Financeira, a Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários e o Comité de Basileia. É importante recordar que a Comissão Europeia, segundo a própria Convenção da OCDE (Artº 13), participa por direito próprio nos trabalhos desta Organização.

propósito de evitar pormenorizações que pudessem comprometer a sua aplicabilidade aos diferentes países e regiões.

A ideia fundamental que presidiu à tarefa, assinalada no preâmbulo do documento, é a de que *“não existe um modelo único de bom governo das sociedades”*, mas existem *“elementos comuns subjacentes a um bom governo das sociedades. Os Princípios baseiam-se nestes elementos comuns e são formulados de maneira a abranger os diferentes modelos já existentes”*.

Assim, os direitos dos accionistas foram reforçados, passando a incluir o de destituir os membros do órgão de administração e de participar nos respectivos processos de nomeação, eleição e remuneração e nas outras decisões fundamentais do governo da sociedade.

Foram igualmente realçados os direitos dos *stakeholders* e recomendados meios de actuação e protecção dos denunciadores de situações irregulares ou ilegais no interior das empresas (*whistleblowers*).

Previu-se a divulgação da actuação dos investidores institucionais, em particular as políticas de intervenção e voto nas sociedades participadas.

Aperfeiçoou-se o quadro de actuação dos auditores externos, designadamente quanto aos seus deveres profissionais, independência e responsabilização perante os accionistas.

Introduziu-se novo princípio estipulando a criação de mecanismos que evitem a existência de conflitos de interesses que possam comprometer a opinião emitida pelos analistas financeiros, agências de *rating* e entidades afins.

Por último, foi acentuada a responsabilidade fiduciária do órgão de administração e alargado o princípio da independência e objectividade dos administradores, aplicável a responsabilidades fundamentais como a integridade da informação financeira e a análise de transacções com partes relacionadas.

Apresenta-se, no Anexo III, a descrição resumida dos Princípios da OCDE, os quais cobrem, na versão actual, seis temas principais:

- enquadramento legal e institucional do governo das sociedades;
- direitos dos accionistas e funções relativas ao seu exercício;
- tratamento equitativo dos accionistas;
- papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no governo das sociedades (*stakeholders*);

- divulgação de informação e transparência;
- responsabilidades do órgão de administração.

Além dos Princípios da OCDE e da acção desenvolvida pela União Europeia nesta matéria, que adiante será descrita, outras iniciativas internacionais têm sido tomadas, nos anos mais recentes, justificadas pela preocupação comum de melhorar a qualidade do governo das sociedades e restaurar a confiança dos investidores nos mercados de capitais.

Podem mencionar-se, entre as de maior projecção:

- a publicação em 1999, com revisão em 2005, de um *“Statement on Global Corporate Governance Principles”*, baseado nos Princípios da OCDE, da responsabilidade do *International Corporate Governance Network*, (ICGN), instituição fundada em 1995 com o objectivo de facilitar o diálogo internacional em temas de governo das sociedades e que agrega associações de investidores, intermediários financeiros, empresas e entidades académicas;
- a publicação, também em 1999, pelo *Comité de Basileia para a Supervisão Bancária*, de um guia sobre governo das sociedades dirigido às autoridades de supervisão bancária e que toma igualmente por modelo os Princípios da OCDE (*“Enhancing Corporate Governance for Banking Organizations”*). Este guia foi revisto e posto à consulta pública em 2005;
- a publicação, em Fevereiro de 2000, pela *Euroshareholders* (confederação de associações europeias de accionistas) das *Corporate Governance Guidelines*, consistindo em recomendações e princípios orientadores baseados, uma vez mais, nos Princípios da OCDE;
- a publicação, em Maio de 2000, dos *Corporate Governance Principles & Recommendations*, elaborados por uma comissão especialmente nomeada para o efeito pela *EASD-European Association of Security Dealers*. Aqueles princípios e recomendações foram objecto de ampla consulta pública internacional e terão influenciado a elaboração dos requisitos de admissão ao NASDAQ Europe;
- a publicação do relatório *“Report on Strengthening Capital Markets against Financial Fraud”*, em Março de 2005, o qual contém os resultados da reflexão levada a efeito pelo grupo de trabalho mandatado pela *International Organisation of Securities Commission (IOSCO)* para estudar o reforço da protecção dos mercados de capitais contra as fraudes financeiras e abuso de mercado. O referido relatório define um plano de acção destinado a desenvolver e aperfeiçoar os princípios e padrões que integram o quadro regulatório sobre governo das sociedades daquela Organização.

4.2 INICIATIVAS DA UE EM MATÉRIA DO GOVERNO DAS SOCIEDADES

4.2.1 O Relatório Winter II

A actuação da União Europeia no domínio do governo das sociedades só no início da presente década ganhou algum dinamismo, já após a publicação dos principais relatórios e códigos de bom governo por parte da maioria dos seus Estados membros.

Assim, foi em Abril de 2002 que a Comissão Europeia, em boa parte por reacção ao escândalo que envolveu a empresa norte-americana Enron, solicitou a um “Grupo de Alto Nível de Peritos em Direito das Sociedades” – que já se encontrava incumbido, desde Setembro de 2001, de apresentar recomendações para a modernização do direito europeu das sociedades, incluindo aspectos relativos ao respectivo governo – que alargasse o âmbito da sua análise a um conjunto específico de questões ligadas ao governo das sociedades e à auditoria³⁹.

Do trabalho desenvolvido por este Grupo de Peritos, que foi objecto de ampla consulta pública, resultou o Relatório Winter II⁴⁰, publicado em Novembro de 2002 sob o título “Um quadro regulamentar moderno para o direito das sociedades”. O relatório incluiu um capítulo especificamente dedicado ao governo das sociedades, que poderá ser considerado o primeiro estudo sério de harmonização do tema no espaço comunitário.

A importância atribuída ao Relatório Winter II deveu-se ao facto de ter posto em relevo, no quadro do direito das sociedades, algumas das questões mais candentes do governo societário e sobre elas ter formulado recomendações que têm vindo a servir de orientação à Comissão Europeia na produção normativa sobre esta matéria: revitalização das assembleias gerais, transparência de actuação dos investidores institucionais, responsabilidade e remuneração dos administradores, papel dos administradores independentes e das comissões do Conselho de Administração, qualidade da informação financeira.

O Grupo de Peritos propôs assim, em dezasseis recomendações, a adopção, a nível europeu, de um conjunto de regras de governo, representando criteriosa selecção de princípios e práticas de um modo geral já consignados em códigos de âmbito nacional. Entre as regras propostas destacavam-se a obrigatoriedade de uma “declaração anual sobre o governo da sociedade”, por parte das sociedades cotadas, a disponibilização de informação aos accionistas em sítio da Internet, o voto por correspondência, a promoção do voto transfronteiras e o encorajamento à criação de comissões de auditoria, de nomeação e de remuneração (dos administradores), as quais deveriam ser compostas por administradores não-executivos maioritariamente independentes.

³⁹ A decisão de alargar o âmbito do mandato deste Grupo ao governo das sociedades foi tomada na reunião do Conselho da U.E. para os assuntos económicos e financeiros (ECOFIN), realizada em Oviedo em Abril de 2002.

⁴⁰ Do nome do Presidente do Grupo, Jaap Winter.

O Relatório Winter II tomou, além disso, posição sobre dois aspectos-chave: o tipo adequado de estrutura para as sociedades abertas e a questão da oportunidade de um código europeu de governo das sociedades.

Quanto à primeira questão, advogou a liberdade de as empresas optarem entre os sistemas monista e dualista, em função das particularidades da sua situação concreta e respectivo governo.

Já a elaboração de um código europeu mereceu reservas ao Grupo de Peritos, com o fundamento de que tal código, ou constituiria uma complexa tentativa de conciliação de regras baseadas em legislações nacionais fortemente divergentes, ou traduzir-se-ia em normas muito abstractas, de utilidade duvidosa. Foi considerada preferível a coordenação de esforços, ao nível da União Europeia, visando melhorar o governo das sociedades através da elaboração de códigos nacionais e de dispositivos que incentivassem o seu cumprimento.

4.2.2 Estudo Comparativo dos Códigos de Governo das Sociedades

O Relatório Winter II havia sido precedido de um estudo comparativo exaustivo dos códigos de governo das sociedades vigentes nos então quinze Estados membros da União Europeia, encomendado pela Comissão Europeia em 2001 e concluído em Janeiro de 2002⁴¹.

Tal estudo, que igualmente contribuiu para a definição da política comunitária neste domínio, veio demonstrar a significativa proliferação de códigos de governo das sociedades, sobretudo a partir de 1997, nos Estados membros da União Europeia⁴².

Concluiu-se então que as divergências mais importantes nas práticas de governo societário resultam, afinal, mais das diferenças existentes entre o direito das sociedades e o direito dos valores mobiliários dos vários países do que de diferenças relevantes entre os respectivos códigos de governo. Estes últimos, de um modo geral flexíveis e não obrigatórios, apresentam notável semelhança, tendo sido entendido que poderiam mesmo contribuir para a convergência das práticas de governo na área da União Europeia e, por essa via, facilitar a criação de um mercado único europeu de valores mobiliários.

Verificou-se, por outro lado, que, tendo embora os códigos efeitos positivos junto das empresas e investidores – visto estimularem a adopção de padrões de bom governo e poderem mesmo antecipar normas com força legal – as decisões relativas à escolha dos mercados de investimento não dependem tanto da existência de códigos de governo e

⁴¹ O referido estudo foi elaborado pela firma Weil, Gotheal & Manges, em articulação com a EASD-European Association of Securities Dealers e com a ECGN-European Corporate Governance Network.

⁴² À época da conclusão do estudo, tinham sido identificados 35 códigos de governo das sociedades na União Europeia (entendendo-se por "código" um conjunto de princípios, padrões e boas práticas não-obrigatórios, emitidos por um órgão colectivo), sendo que todos os Estados membros (excepto a Áustria e o Luxemburgo) dispunham de pelo menos um código.

das diferenças entre eles, como de considerações sobre a liquidez dos mercados e os condicionalismos das leis locais aplicáveis às sociedades.

De referir, por último, que os autores do estudo – coincidindo neste ponto, e por razões semelhantes, com os responsáveis pelo Relatório Winter II – também não consideraram premente a existência de um código europeu do governo das sociedades, já que o mesmo representaria o “menor denominador comum” negociável e não um repositório de boas práticas ou, caso se limitasse a um conjunto de princípios básicos de governo societário, não faria mais do que duplicar os “Princípios da OCDE sobre Governo das Sociedades”, publicado em 1999 após consulta e participação dos próprios Estados membros da EU.

Recomendaram, por isso, que os esforços da Comissão Europeia, em apoio ao pretendido desenvolvimento do mercado de capitais europeu, se centrassem sobretudo na redução de dois tipos de barreiras: (i) as barreiras legais e regulatórias ao voto transfronteiras dos accionistas (“barreiras de participação”) e (ii) as barreiras à correcta avaliação do governo das sociedades por parte dos accionistas (“barreiras de informação”).

4.2.3 Os Planos de Acção da Comissão Europeia

(i) Enquadramento

Em 21 de Maio de 2003, a Comissão Europeia tornou públicos – através de comunicações dirigidas ao Conselho e ao Parlamento Europeus – dois importantes “planos de acção” que, embora com enquadramentos distintos, passaram a constituir referências essenciais da sua actuação para o desenvolvimento e aperfeiçoamento do governo das sociedades na União Europeia. Essas comunicações intitularam-se “*Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades: uma estratégia para o futuro*” e “*Reforçar a revisão oficial de contas na União Europeia*”.

A comunicação referida em primeiro lugar constituiu, conforme expressamente reconhecido, a “resposta” da Comissão Europeia às reflexões que lhe haviam sido transmitidas no Relatório Winter II e ao debate que sobre o mesmo foi levado a efeito, com a colaboração dos Estados membros⁴³.

Como referiu à época o Comissário Fritz Bolkestein, então encarregado do pelouro do mercado interno da UE, era urgentemente necessário elaborar um plano que contribuísse para restaurar a confiança do público nos mercados financeiros (abalados pelo impacto de

⁴³ As razões que tornaram necessárias as iniciativas enumeradas nesta Comunicação foram, segundo expressamente indicado pela própria Comissão Europeia, as seguintes: tendência crescente das sociedades europeias para operarem no plano transnacional, integração contínua dos mercados de capitais europeus, rápido desenvolvimento das tecnologias de informação e comunicação (internet, correio electrónico, vídeo-conferências), próximo alargamento da UE a dez novos Estados membros e impacto prejudicial de recentes escândalos financeiros.

sucessivos escândalos financeiros), tendo sublinhado que *“o bom desempenho das economias só é possível quando as empresas são dirigidas de forma eficiente e transparente”*. Dentro desta linha de orientação, as medidas concebidas pela Comissão ajudariam a criar *“o quadro moderno e integrado de direito das sociedades e governo das sociedades pretendido pelo sector empresarial, pelos mercados e pelo público em geral”*.

A segunda das comunicações atrás mencionadas foi apresentada como um complemento da primeira, inserindo-se além disso no contexto mais vasto de um anterior *“Plano de Acção para os Serviços Financeiros”*, de Maio de 1999 (que definiu as principais linhas da política europeia para os serviços financeiros e para a criação de um mercado de capitais integrado)⁴⁴. Mas, no essencial, esta comunicação partilha das mesmas preocupações e objectivos da primeira. Recordando igualmente a erosão da confiança dos investidores após alguns escândalos de grande dimensão (com destaque para o colapso da Enron), a Comissão considerou, neste documento, indispensável recuperar a credibilidade da informação financeira, através da melhoria da qualidade da revisão oficial de contas. Em concretização desse objectivo, o plano de acção anunciado na comunicação inclui um conjunto de medidas que, tendo embora por finalidade última assegurar a fiabilidade e atractividade dos mercados de capitais, abrangem matérias directamente relacionadas com o governo das sociedades.

Ao emitir simultaneamente as duas comunicações, com expressa referência em ambas à sua complementariedade, a Comissão terá pretendido afirmar a concepção integrada da estratégia comunitária neste domínio, em que a modernização do direito das sociedades, a promoção de regras de bom governo societário e a transparência da informação financeira representam, em conjunto, três pilares básicos no esforço de construção do mercado interno e da integração do mercado europeu de capitais.

Deverá, por último, assinalar-se que nesta iniciativa da Comissão Europeia esteve também presente uma componente política. Com efeito, o plano de modernização do direito das sociedades e de reforço do governo societário foi assumido por aquela instância comunitária como uma oportunidade para a União Europeia, baseando-se nas suas tradições culturais e empresariais, definir e sustentar, a nível internacional, a sua própria política de governo das sociedades. O objectivo era o de obter da parte das autoridades norte-americanas o reconhecimento e a equivalência das soluções europeias relativamente às regras da Lei Sarbanes-Oxley, adoptada cerca de um ano antes (Julho de 2002) e abrangendo no seu

⁴⁴ O *“Plano de Acção para os Serviços Financeiros (FSAP)”*, destinado a promover o mercado único de serviços financeiros, mercados de retalho e regras prudenciais e de supervisão, previa ele próprio um extenso conjunto de medidas legislativas, que na sua quase totalidade foram adoptadas dentro do calendário estabelecido. De acordo com o recente *“Livro Verde sobre a política dos serviços financeiros”*, divulgado pela Comissão Europeia em Maio de 2005, seguir-se-á uma nova fase (2005-2010), em que se procurará implementar as medidas adoptadas ao abrigo do FSAP, reduzindo os custos do mercado de capitais e assegurando adequado controlo prudencial, estabilidade financeira e protecção dos investidores. O governo das sociedades é qualificado, nesse *“Livro Verde”*, como uma *“política horizontal e complementar”* (juntamente com a reforma do direito das sociedades, a contabilidade e o controlo legal das contas) que *“se reveste igualmente de importância capital para o reforço da confiança nos mercados financeiros europeus e melhoria da sua transparência”*.

âmbito de aplicação as empresas não-americanas com acções ou certificados de depósito cotados nos EUA.

A comunicação sobre o reforço da revisão oficial de contas foi ainda mais longe, tendo reservado um capítulo à incisiva defesa dos princípios do controlo pelo país de origem e do reconhecimento mútuo das normas europeias e das contidas naquela lei norte-americana, bem como das consequentes medidas regulamentares emitidas pela SEC (*"Securities and Exchange Commission"*) e pelo PCAOB (*"Public Company Accounting Oversight Board"*)⁴⁵, destacando-se, entre estas últimas, a que impôs a obrigação de registo das sociedades de auditoria europeias junto daquele *"board"*.

(ii) Comunicação "Modernizar o Direito das Sociedades e Reforçar o Governo das Sociedades: uma Estratégia para o Futuro"

Sem dúvida que um dos traços mais notórios do plano de acção contido nesta comunicação foi o de ter articulado normas do foro do direito das sociedades com regras de bom governo societário, procurando deste modo fornecer uma moldura integrada para o funcionamento eficiente das empresas, com salvaguarda do interesse dos accionistas e restantes *"stakeholders"*.

Os seus objectivos declarados foram precisamente o de *"reforçar os direitos dos accionistas e proteger os terceiros"* relacionados com a sociedade – objectivo com importância acrescida face à progressiva mobilidade das empresas dentro do espaço europeu – e o de *"promover a eficiência e competitividade empresariais"*, inclusivamente ao nível transnacional.

O governo das sociedades é objecto de capítulo próprio, onde a Comissão Europeia – perfilhando os já mencionados fundamentos dos autores do Relatório Winter II e do estudo comparativo dos códigos nacionais sobre governação – advoga também não ser necessária a elaboração de um código europeu sobre a matéria. Entende, contudo, que a União Europeia deverá, apesar disso, assumir a importante missão de promover a consagração de alguns princípios e regras essenciais e assegurar alguma coordenação dos códigos nacionais, tendo em vista encorajar a convergência das boas práticas entre os países europeus.

A Comissão enumera, assim, um conjunto de princípios a prosseguir, abaixo indicados, bem como as medidas, de carácter legislativo ou simplesmente recomendatório, destinadas à sua concretização e distribuídas pelo curto, médio e longo prazo (*"Plano de Acção"*)⁴⁶:

– divulgação em relatório anual, por parte das empresas cotadas, de informação essencial sobre a estrutura e prática do respectivo governo;

⁴⁵ O PCAOB é uma entidade sob supervisão da SEC, incumbida de fiscalizar e regulamentar a actividade das empresas de auditoria.

⁴⁶ V. no Anexo IV a lista completa das medidas incluídas no *"Plano de Acção para modernização do direito das sociedades e reforço do governo das sociedades"* da Comissão Europeia.

- divulgação, por parte dos investidores institucionais, das respectivas políticas de investimento e do sentido do exercício dos direitos de voto;
- defesa dos direitos dos accionistas das empresas cotadas (acesso à informação, ao voto por correspondência, ao activismo nas assembleias gerais, etc.);
- defesa da “*democracia accionista*” (informação aos accionistas sobre os seus direitos e criação de condições para o seu efectivo exercício);
- modernização dos conselhos de administração:
 - poder decisório de administradores não-executivos (maioritariamente independentes) nas áreas de potencial conflito de interesses dos administradores executivos (remunerações, supervisão das auditorias às contas);
 - definição de requisitos mínimos para a criação, composição e competência das comissões de auditoria, nomeações e remunerações;
 - informação aos accionistas sobre a remuneração dos administradores, a fim de permitir análise crítica da relação remuneração/desempenho;
 - responsabilidade colectiva dos administradores pela informação financeira (ou não-financeira essencial) divulgada;
 - criação de mecanismos e meios de actuação dos accionistas visando promover a responsabilidade dos administradores na gestão da empresa;
- encorajamento da coordenação e convergência dos códigos nacionais de governo das sociedades⁴⁷.

(iii) Comunicação “Reforçar a Revisão Oficial de Contas na UE”

Como se referiu atrás, esta comunicação teve por finalidade transmitir o ponto de vista da Comissão Europeia quanto à necessidade de assegurar credibilidade à informação financeira prestada pelos revisores oficiais de contas, através de novas iniciativas que permitam reforçar a confiança dos investidores nos mercados de capitais.

⁴⁷ Nesta mesma comunicação, a Comissão anunciou igualmente um conjunto de outras iniciativas (traduzidas também em medidas concretas incluídas no “Plano de Acção”) consideradas do domínio do direito das sociedades, embora correlacionadas com temas de governação, designadamente: simplificação das regras relativas à formação e alteração do capital social (incluindo a protecção dos accionistas minoritários face aos detentores de participações qualificadas); transparência e melhoria da informação sobre grupos de empresas; flexibilização das fusões transfronteiras de empresas; estudo sobre a possível criação da figura legal da “empresa privada europeia”, destinada às PME (a qual não se confunde com a figura da “sociedade europeia”, cujo estatuto entrou em vigor em Outubro de 2004); e reforço dos deveres de informação cometidos a todas as instituições de responsabilidade limitada.

Mas, logo à partida, a Comissão Europeia assinala que *“a revisão de contas constitui (também) um elemento importante das boas práticas em matéria de governo societário”*.

Por isso, um subcapítulo da comunicação é dedicado ao *“governo das sociedades e revisão oficial de contas”*, onde são abordados os importantes tópicos da independência dos revisores oficiais de contas relativamente aos administradores executivos, do papel a desempenhar pelas comissões de auditoria e da qualidade dos sistemas de controlo interno das empresas e sua eventual avaliação pelos revisores.

Sobre estas matérias, a Comissão propôs-se promover a elaboração de estudos visando a tomada de medidas, a incluir na revisão e modernização da Oitava Directiva sobre direito das sociedades, o que veio efectivamente a suceder, como adiante se referirá⁴⁸.

Essencialmente, a Comissão defendeu, nesta comunicação, a urgência de definir princípios quanto à designação, destituição e remuneração dos revisores oficiais de contas (ROC's), quanto à comunicação entre estes e o *“órgão responsável pelo governo da sociedade”* e quanto à própria independência e competência dos membros deste órgão⁴⁹.

As comissões de auditoria, em particular, podem desempenhar, no entender da Comissão, o importante papel de contribuir para a manutenção da independência dos ROC's, sendo para o efeito conveniente clarificar a articulação entre aquelas e estes.

Em anexo a esta comunicação, a Comissão Europeia apresentou igualmente um *“Plano de Acção”*, neste caso centrado na revisão oficial de contas e composto por dez acções, distribuídas pelo curto e médio prazos. Entre essas acções contam-se as respeitantes à concretização dos princípios acima referidos sobre governo das sociedades, assim como as destinadas a dar corpo às restantes prioridades definidas pela Comissão Europeia no domínio da revisão de contas (em especial, a supervisão pública da profissão de auditoria, aperfeiçoamento dos procedimentos disciplinares, controlo da qualidade da revisão oficial de contas, transparência da informação sobre as sociedades de auditoria, promoção do mercado dos serviços de auditoria, melhoria dos códigos de ética e obrigatoriedade de utilização das normas internacionais de auditoria nas revisões oficiais de contas)⁵⁰.

⁴⁸ A Oitava Directiva, adoptada em 1984 e nunca alterada desde então, respeita sobretudo à aprovação das entidades (singulares ou colectivas) que podem efectuar revisões de contas. Como se verá adiante, a Comissão elaborou uma proposta de revisão dessa Directiva, alargando-a a novas áreas, com o objectivo de obter um texto *“sucinto e abrangente, com princípios suficientemente claros, nos quais assentem todas as revisões oficiais de contas realizadas no território da UE”*.

⁴⁹ O *“órgão responsável pelo governo da sociedade”* é, segundo a Comissão Europeia, o órgão social encarregado de exercer a supervisão da gestão da sociedade, devendo ser constituído por administradores não-executivos ou elementos externos ao órgão de administração (p.e., a comissão de auditoria, conselho fiscal).

⁵⁰ V. no Anexo V, a lista completa das acções contidas no *“Plano de acções no domínio da revisão oficial de contas”* da Comissão Europeia.

4.2.4 Concretização dos Planos de Acção da Comissão Europeia

Durante o ano de 2004, a Comissão Europeia tomou importantes iniciativas destinadas a concretizar os princípios constantes dos planos de acção atrás descritos.

Concretamente no que respeita aos temas relacionados com o governo das sociedades, foi dada continuidade, no segundo semestre de 2004, a todas as acções de curto prazo (2003-2005) previstas no plano de acção para “Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades”.

Além disso, há a assinalar, no domínio do reforço da revisão oficial de contas, a publicação, em Março de 2004, da proposta de revisão da Oitava Directiva comunitária, contendo regras muito detalhadas sobre o estatuto, funcionamento e supervisão dos revisores oficiais de contas e respectivo relacionamento com as sociedades auditadas.

Entre as directivas publicadas para concretização do “Plano de Acção para os Serviços Financeiros (FSAP)”, merecem também referência, pela sua conexão com temas do governo das sociedades: a que introduziu normas sobre a divulgação pública e o abuso de informação privilegiada e sobre a manipulação de mercado (abuso de mercado)⁵¹; a que regulou diversos aspectos das ofertas públicas de aquisição de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado num Estado membro⁵²; e a que fixou regras de transparência relativas à informação periódica e contínua a cargo dos emitentes desses valores mobiliários.

A Comissão Europeia tem frequentemente realçado, através de intervenções dos responsáveis pelo mercado interno, a importância de que se revestem as medidas sucessivamente propostas, destinadas ao reforço da protecção dos accionistas e investidores em geral, à melhoria do controlo das sociedades cotadas e, de um modo geral, à recuperação da confiança nos mercados financeiros, entretanto abalados por novos escândalos ocorridos em empresas europeias⁵³. O governo das sociedades aparece, neste contexto, como um tema transversal a várias áreas específicas, embora relacionadas, de intervenção comunitária, sem que se deixe de lhe atribuir influência fundamental nos objectivos prosseguidos em cada uma delas.

Enumeram-se a seguir algumas breves notas sobre as principais iniciativas já tomadas em cumprimento dos Planos de Acção, com a finalidade de dar a conhecer as orientações concretamente perfilhadas pela Comissão Europeia sobre os mais importantes tópicos do governo das sociedades.

⁵¹ Directiva 2003/6/CE, J.O. n.º L 96, de 12.04.2003.

⁵² Directiva 2004/109/CE, J.O. n.º L 390, de 31.12.2004. Esta directiva enquadra-se na política da U.E. relativa à regulação e aperfeiçoamento dos mercados de valores mobiliários.

⁵³ Entre esses escândalos, apresentaram especial repercussão os da empresa italiana Parmalat e da holandesa Ahold.

(i) Responsabilidade colectiva dos administradores, transparência quanto às operações com partes relacionadas e operações extrapatrimoniais e declaração sobre o governo da sociedade

Numa única proposta de directiva, datada de Outubro de 2004⁵⁴, a Comissão Europeia prevê:

- a responsabilidade colectiva dos membros dos órgãos de administração (ou de direcção e conselho geral, nos sistemas dualistas) perante a sociedade, pela elaboração e publicação das contas anuais e do relatório anual de gestão;
- o dever de divulgação, pelas sociedades cotadas e não-cotadas, das operações realizadas com partes com elas relacionadas (p.e., gestores, seus familiares, etc.), desde que essas operações sejam relevantes e fora das condições normais de mercado;
- o dever de divulgação, pelas sociedades cotadas e não-cotadas, das operações extrapatrimoniais relevantes e do respectivo impacto financeiro sobre a sociedade;
- o dever de apresentação, pelas sociedades cotadas, de uma declaração sobre o governo da sociedade, incluída no relatório anual, explicitando as respectivas práticas de governo.

Deverá notar-se que a prevista responsabilização colectiva dos administradores perante a sociedade já constitui hoje princípio geralmente consagrado nas ordens jurídicas dos Estados membros. Não é assim nos EUA onde, de acordo com a Lei Sarbanes-Oxley, os Chief Executive Officers (CEO) e os Chief Financial Officers (CFO) das sociedades cotadas são individualmente responsáveis pelas respectivas demonstrações financeiras perante a sociedade, accionistas e terceiras partes.

(ii) Reforço do papel dos administradores não-executivos e controlo e divulgação da remuneração dos administradores

Trata-se de duas matérias em que a Comissão optou por emitir simples recomendações, tendo em vista criar um quadro suficientemente flexível para acolher as diferentes práticas e tradições nacionais de governo societário.

As duas recomendações, já publicadas no Jornal Oficial da UE, são dirigidas a todas as sociedades cotadas na UE, ainda que sediadas em países não-comunitários, seguindo neste ponto orientação equivalente à adoptada pela Lei Sarbanes-Oxley, alegadamente em nome da segurança e defesa dos interesses dos investidores.

⁵⁴ "Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho que altera a (4ª) Directiva 78/660/CEE do Conselho relativa às contas anuais de certas formas de sociedade e a (7ª) Directiva 83/349/CEE do Conselho relativa às contas consolidadas" (COM (2004) 725 final, de 27.10.2004).

Não sendo as respectivas disposições obrigatórias, a Comissão Europeia limita-se a convidar os Estados membros a promover, até 30 de Junho de 2006, por via legislativa ou através da técnica de “cumpra ou explique” (“comply or explain”), a aplicação dos princípios enunciados nas Recomendações.

A “Recomendação sobre o papel dos administradores não-executivos ou membros do conselho geral das sociedades cotadas e as comissões do Conselho de Administração ou conselho geral” (...) ⁵⁵ propõe a presença de administradores não-executivos e independentes no Conselho de Administração (membros do Conselho Geral, nos sistemas dualistas), em proporção suficiente para evitar a prevalência de uma pessoa ou grupo de pessoas no seio desse órgão e garantir o tratamento de conflitos de interesses entre administradores.

Especial atenção é dada ao conceito de administrador independente, definido como aquele que não mantém qualquer relação com a sociedade, accionistas de controlo e respectivos órgãos de direcção susceptível de criar um conflito de interesses que prejudique a sua capacidade de julgamento. É mesmo fornecida uma extensa lista de critérios para avaliação da independência de um administrador, embora se saliente que tal avaliação compete sobretudo ao próprio Conselho de Administração (ou Conselho Geral) ⁵⁶.

Devendo os administradores não-executivos desempenhar papel-chave nos domínios onde o risco de conflitos de interesses é especialmente elevado, aconselha-se que sejam esses administradores a compor exclusivamente as comissões de auditoria e de remuneração e maioritariamente a comissão de nomeações, assegurando-se sempre uma maioria de independentes. Com efeito, a criação no âmbito do órgão de administração das referidas três comissões é apontada, não só como um meio de melhorar o respectivo processo decisório, mas também de prevenir a ocorrência daqueles conflitos.

É sugerido um perfil tipo para os administradores não executivos ⁵⁷, baseado em requisitos de aptidão pessoal, competência, disponibilidade e independência.

Com salvaguarda da flexibilidade própria das normas recomendatórias, a Comissão pormenoriza ainda as características essenciais das comissões de nomeações, remunerações e de auditoria, tomando assim posição sobre alguns aspectos relevantes do governo societário.

⁵⁵ Recomendação n.º 2005/162/CE, J.O. L-52, de 25 de Fevereiro de 2005.

⁵⁶ Entre as situações constantes da referida lista, prejudiciais à independência dos administradores não executivos, constam: o exercício de funções executivas; relações laborais com a sociedade ou com o respectivo auditor externo; remunerações não ligadas aos honorários de administrador; ser ou representar accionista de referência; relações de negócio importantes com a sociedade; exercício de funções executivas em empresa cuja administração seja integrada por outro administrador da sociedade; funções anteriores no Conselho de Administração durante mais de três mandatos; relações familiares directas com administrador executivo ou não independente.

⁵⁷ Ou para os membros do Conselho Geral, nos sistemas dualistas.

Em seu entender:

- as comissões de nomeações devem procurar e propor (tendo em conta eventuais sugestões da direcção e accionistas) os candidatos a cargos de administração, avaliar periodicamente o seu desempenho (bem como a estrutura e desempenho do próprio órgão de administração no seu todo) e analisar atempadamente as questões de sucessão. Devem também examinar a política seguida pelo órgão de administração na selecção e nomeação dos quadros superiores;
- as comissões de remunerações têm por missão propor ao órgão de administração a política de remuneração dos administradores executivos, incluindo critérios de avaliação do desempenho quando este esteja ligado ao sistema remuneratório, de modo a respeitarem-se os interesses dos accionistas e os objectivos da sociedade. Cabe-lhes ainda aconselhar os administradores executivos, exercer controlo sobre as remunerações dos quadros superiores e pronunciar-se sobre as políticas gerais de “stock options” ou sistemas semelhantes;
- às comissões de auditoria deve ser atribuído o papel, considerado essencial, de zelar pela integridade da informação financeira, avaliar os sistemas internos de controlo e gestão de riscos e a eficácia da auditoria interna, intervir na escolha, avaliação e defesa da independência dos auditores externos e controlar a natureza dos serviços por estes prestados.

A “Recomendação relativa à instituição de um regime adequado de remuneração dos administradores de sociedades cotadas”⁵⁸ prevê que as sociedades cotadas divulguem anualmente, numa “declaração sobre as remunerações”, desejavelmente votada na Assembleia Geral anual, informação detalhada sobre as diversas componentes da remuneração dos administradores e sua articulação com o desempenho, bem como descrição exaustiva da política da sociedade quanto aos contratos dos administradores executivos. A referida declaração deve também explicitar, se for caso disso, o mandato e composição da comissão de remuneração e o nome dos consultores externos que a apoiem.

Igualmente se pretende a divulgação, em termos discriminados, da remuneração e benefícios específicos de cada administrador.

Quando a empresa utilize um sistema remuneratório baseado em acções, opções sobre acções ou esquema idêntico, recomenda-se que esse sistema seja previamente aprovado pelos accionistas, em Assembleia Geral.

Através destas regras, pretende também aqui a Comissão promover mecanismos de controlo, pelos accionistas e demais stakeholders, das remunerações dos administradores e

⁵⁸ Recomendação n.º 2004/913/CE, J.O. n.º L 385, de 29 de Dezembro de 2004.

o seu alinhamento com os objectivos fixados à empresa, prevenindo-se possíveis conflitos de interesses.

(iii) Reforço dos direitos dos accionistas e da transparência da informação

Como atrás se viu, um dos princípios enumerados no “Plano de Acção” sobre a modernização do direito e o reforço do governo das sociedades foi o da “democracia accionista”, conceito adoptado pela Comissão Europeia para significar a salvaguarda dos direitos fundamentais dos accionistas, entre os quais o de colocar questões, formular propostas e votar sem estarem presentes.

Tal princípio vem merecendo a atenção das instâncias comunitárias desde há muito, no âmbito da definição das obrigações das sociedades emittentes de valores mobiliários para com os seus accionistas. E recebeu novo impulso com o Relatório Winter II, o qual definiu os accionistas simultaneamente como credores de última instância e observadores críticos privilegiados da sociedade, não somente em benefício deles próprios mas das outras partes interessadas.

Assim, em Setembro de 2004, em cumprimento do “Plano de Acção”, a Comissão Europeia publicou um documento de consulta⁵⁹, solicitando a contribuição das entidades interessadas quanto a algumas questões de grande relevância sobre este tema.

Entre elas, destaca-se o controlo do direito de voto, posto em causa quando o voto é exercido através das fronteiras nacionais. Com efeito, nos investimentos transnacionais, a aquisição de acções é frequentemente concretizada mediante a utilização de uma cadeia de intermediários em valores mobiliários, podendo as próprias sociedades emittentes ter dificuldade em identificar as pessoas que controlam os direitos de voto. Há pois, segundo a Comissão Europeia, que definir regras que permitam assegurar não só que o controlo do direito de voto é exercido pela pessoa ou entidade com “genuíno interesse económico” nas acções, mas também que os detentores desse interesse dispõem de mecanismos processuais adequados ao exercício desse controlo.

As outras principais questões invocadas no aludido documento de consulta respeitam à difusão, aos investidores, de insuficiente e extemporânea informação antes e depois das assembleias gerais, às práticas de bloqueio de acções (potencialmente abusivas) como condição de participação nas assembleias gerais e às obrigações ou restrições legais ao activismo dos accionistas nessas assembleias (prazos mínimos para entrega de propostas, participação mínima no capital social).

⁵⁹ “Elaboração de um regime apropriado enquadrando os direitos dos accionistas”, MARKT/16.09.2004, Direcção-Geral do Mercado Interno.

A consulta levada a cabo pela Comissão Europeia revelou forte apoio, por parte das entidades respondentes⁶⁰, à orientação propugnada no sentido de, através de directiva, se imporem princípios gerais e se definirem padrões mínimos para defesa dos direitos dos accionistas quanto às questões colocadas, em articulação com outras medidas tomadas ou a tomar a nível comunitário e internacional⁶¹. Em Maio de 2005, a Comissão Europeia deu seguimento a este processo, através de segunda consulta pública, visando o aprofundamento das matérias abordadas.

Na sequência das duas referidas consultas, foi tornada pública pela Comissão Europeia, em Janeiro de 2006, uma importante proposta de directiva, impondo normas mínimas destinadas a facilitar o exercício transfronteiras dos direitos dos accionistas residentes em Estado diferente do da respectiva sociedade⁶².

Alertando para os obstáculos que actualmente dificultam o voto transfronteiras – sendo que cerca de um terço do capital social das sociedades cotadas na U.E. é já hoje detido por não residentes –, a Comissão Europeia incluiu na mencionada proposta, entre outras medidas: a convocação das assembleias gerais com pré-aviso mínimo de 30 dias; a proibição do bloqueio de acções como condição de votação nas assembleias gerais e sua substituição pela fixação de uma data de registo; a consagração do voto por correspondência, incluindo o electrónico; o direito de colocar questões, electronicamente ou por escrito, à assembleia geral antes da sua realização; o direito de votar por procuração através de qualquer mandatário que disponha de capacidade jurídica.

Dentro da mesma linha estratégica de protecção dos accionistas e investidores em geral, mas já no quadro do mencionado “Plano de Acção para os Serviços Financeiros”, importa assinalar a publicação, em Abril de 2003, da Directiva 2003/6/CE, conhecida como a “*Directiva sobre abuso de mercado*”.

Esta directiva, entre outras matérias, proíbe a utilização de informação privilegiada na transacção de valores mobiliários a que essa informação diga respeito, impõe às sociedades emitentes o dever de divulgar a informação privilegiada que directamente lhe respeite e estipula que as entidades que elaborem recomendações de investimento (por exemplo, analistas financeiros) mencionem a existência de eventuais conflitos de interesses relacionados com os instrumentos financeiros objecto das recomendações.

Em execução do mesmo “Plano de Acção”, foi publicada, em Abril de 2004, a Directiva 2004/25/CE, sobre ofertas públicas de aquisição (OPA's) de valores mobiliários cotados no espaço europeu.

⁶⁰ Responderam à consulta entidades muito diversas, incluindo autoridades de supervisão, investidores privados, intermediários financeiros, investidores institucionais, sociedades emitentes, etc.

⁶¹ V. “*Síntese dos comentários à consulta do documento dos serviços da Dir.Ger.Mercado Interno sobre o reforço dos direitos dos accionistas*”, Abril de 2005.

⁶² “*Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho sobre o exercício dos direitos de voto dos accionistas de sociedades com sede estatutária num Estado membro e cujas acções são admitidas à negociação em mercado regulamentado e modificando a Directiva 2004/109/CE*”, 10 de Janeiro de 2006.

Constam deste diploma, designadamente, disposições destinadas a proteger os accionistas minoritários (obrigatoriedade de OPA dirigida a todos os titulares de acções, por parte das pessoas que adquiram o controlo da empresa através dos seus direitos de voto), a assegurar adequada informação pública quanto às ofertas lançadas e a exigir que as medidas anti-OPA, a tomar pelo órgão de administração, sejam previamente autorizadas pela Assembleia Geral de accionistas.

Ainda em obediência à mesma orientação e no âmbito do mesmo Plano, foi também publicada, no final de 2004, a Directiva 2004/109/CE, designada por “Directiva sobre a Transparência”. Este diploma – que prossegue o duplo objectivo de atrair a confiança dos investidores através da promoção de transparência e contribuir para a realização do mercado interno – impôs um certo número de exigências mínimas, em matéria de divulgação de informações periódicas (relatórios sobre a situação financeira) e contínuas, às entidades emitentes de títulos admitidos à cotação num mercado regulamentado da EU.

A mesma Directiva exige também que os detentores de acções das sociedades cotadas comuniquem a estas a tomada de participações qualificadas ligadas a direitos de voto (ou de instrumentos financeiros que lhes dêem acesso ao essas participações).

Igualmente determina que as sociedades emitentes ponham à disposição dos accionistas, no respectivo Estado de origem (ao qual é atribuído o controlo das obrigações impostas pela Directiva), todos os meios e informações (inclusivamente por via electrónica) que lhes permitam exercer, de forma tanto quanto possível facilitada, os seus direitos de voto.

(iv) Revisores oficiais de contas e sociedades de auditoria

A proposta de revisão da Oitava Directiva comunitária, apresentada pela Comissão Europeia ao Conselho e Parlamento Europeus em Março de 2004⁶³, constitui, como atrás se mencionou, uma das iniciativas mais importantes no quadro da aludida comunicação “Reforçar a revisão oficial de contas na UE”.

Aquela Directiva data de 1984 e respeita essencialmente à autorização dos revisores oficiais de contas nos Estados membros. A inexistência, à época, de um tratamento integrado da revisão legal de contas na UE e o posterior advento de diversos escândalos financeiros suscitaram, ao longo da década de 90 e início da primeira década de 2000, um conjunto de reflexões, por iniciativa da Comissão Europeia, sobre o tema, tendo por principal objectivo melhorar a qualidade da auditoria, recuperando a confiança do público nesta função.

A modernização daquela Directiva não consistiu em alterar significativamente as condições de autorização dos ROC’s e sociedades de auditoria, mas em alargar o seu âmbito de

⁶³ “Proposta de Directiva relativa a revisão legal das contas individuais e consolidadas e que altera as Directivas 78/660/CEE e 83/349/CEE do Conselho”, COM(2004)177, 16 de Março de 2004.

aplicação, de modo a incluir, quanto àqueles profissionais, princípios sobre a sua independência relativamente à sociedade auditada e respectivo órgão de administração, sua designação e destituição, criação de um sistema de supervisão pública e cooperação entre as autoridades dos Estados membros quanto a essa supervisão, criação de um sistema de controlo externo de qualidade, adopção de normas internacionais de auditoria com elevado nível de credibilidade, deontologia profissional e sanções disciplinares.

Recolhendo as lições do caso Parmalat, a proposta de Directiva dedica especial atenção à revisão das contas de grupos de empresas, estipulando que o auditor de um grupo tem inteira responsabilidade pelos relatórios de auditoria relativos às contas consolidadas, sobrepondo-se aos auditores que sejam apenas responsáveis pelas contas de partes do grupo.

A Directiva foi objecto, desde a sua apresentação, de sucessivas propostas de alteração (designadamente no âmbito das comissões especializadas do Parlamento Europeu), devido ao impacto das suas disposições em domínios tão sensíveis como o da fiabilidade da informação financeira e a estabilidade e aperfeiçoamento dos mercados de valores mobiliários.

Não obstante, afigura-se de interesse referir a proposta nele contida de imposição de requisitos adicionais mais exigentes, relativos à revisão legal de contas das designadas “entidades de interesse público”, entendidas estas como as entidades revestindo significativa relevância pública em função da sua cotação em bolsa, actividade ou dimensão, cabendo por definição nesta categoria as instituições de crédito e companhias de seguro.

Entre tais requisitos específicos, sobressai a criação obrigatória de uma Comissão de Auditoria, composta por administradores não executivos⁶⁴ ou, alternativamente, em versões já corrigidas, por elementos eleitos em Assembleia Geral, dos quais um deverá ter competência em contabilidade ou auditoria.

Caberá à Comissão de Auditoria acompanhar o processo de informação financeira, de modo a evitar a influência indevida dos administradores executivos sobre aquela informação, controlar a eficácia dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos e a própria auditoria interna, supervisionar os aspectos fundamentais da revisão legal de contas e controlar a independência do revisor oficial de contas ou da sociedade de auditoria, cuja escolha deve basear-se em recomendação da comissão.

A defesa da independência dos revisores de contas é, de resto, traduzida em regras próprias de fiscalização dessa independência cometidas à Comissão de Auditoria, bem como no princípio da rotação periódica do revisor ou da própria sociedade de auditoria.

⁶⁴ Ou por membros de Conselho Geral, nos sistemas dualistas.

(v) Forum Europeu sobre o Governo das Sociedades

Das acções de curto prazo sobre governo das sociedades incluídas no Plano de Acção para modernizar o direito das sociedades e reforçar o respectivo governo, cabe por último assinalar a criação, em Outubro de 2004, do “Forum Europeu sobre o Governo das Sociedades”, composto por 15 individualidades de alto nível, provenientes de diferentes áreas profissionais, com experiência e competência reconhecidas neste domínio.

O Forum tem por missão analisar as melhores práticas de governo nos Estados membros, a fim de se promover a convergência dos códigos de governo societário nacionais, e aconselhar a Comissão Europeia.

A convergência dos códigos nacionais foi na ocasião apontada, pelo comissário responsável pelo mercado interno, como um meio, quer de reforçar os direitos dos accionistas e a protecção de terceiros (credores, trabalhadores), quer de permitir aos investidores comparar mais facilmente as oportunidades de investimento.

Na primeira reunião do Forum, em Janeiro de 2005, foi reconhecido que será não só necessário analisar os códigos de governo, mas também as práticas seguidas no terreno, dado que estas podem traduzir, quer insuficiente cumprimento dos códigos, quer a consideração de aspectos não cobertos por aqueles.

Defendeu-se, por outro lado, que a convergência dos códigos nacionais apenas deve ser promovida onde se identifiquem problemas específicos prejudiciais à eficiência e competitividade das empresas, como é o caso das questões em torno do exercício transnacional dos direitos de voto dos accionistas.

O Forum limitou o âmbito prioritário da sua acção às empresas cotadas, dada a dimensão por elas adquirida no mercado europeu.

(vi) Prevenção e repressão das práticas irregulares das sociedades

A encerrar esta síntese das principais iniciativas da União Europeia quanto ao governo das sociedades, afigura-se de interesse mencionar, pelo seu carácter abrangente, a comunicação apresentada pela Comissão Europeia, em Setembro de 2004, sobre o “método global de redução do risco de fraudes financeiras e práticas irregulares das sociedades”.

Trata-se de reflexão daquela instância comunitária reconhecidamente elaborada sob o efeito do caso Parmalat e tendo por objectivo conceber um modelo integrado de defesa contra as irregularidades societárias que estiveram na origem daquele e de outros escândalos financeiros, com efeitos negativos nos mercados de capitais.

O modelo concebido – que não põe em causa, antes integra os diversos planos de acção atrás descritos – baseia-se no desenvolvimento de quatro “linhas de defesa”, com a

seguinte ordem de prioridade: governo das sociedades e controlo interno assegurado pelos órgãos de administração; actuação de terceiras entidades independentes, com destaque para os auditores e seguidamente as empresas de contabilidade, instituições de crédito, advogados de negócio, agências de notação e analistas financeiros; supervisão e controlo público, sobretudo em matéria de cooperação intersectorial e transfronteiriça; e o respeito das leis, incluindo a acção preventiva e repressiva da criminalidade financeira.

Na enumeração das medidas já em curso ou a tomar para concretização deste modelo, a Comissão realça, quanto ao governo das sociedades, a importância da responsabilidade colectiva dos membros dos órgãos de administração quanto à integridade da informação financeira, da transparência das operações inter-grupo e da publicação pelas sociedades cotadas de declaração anual sobre o governo da sociedade.

4.3 A LEI SARBANES- OXLEY E AS SUAS REPERCUSSÕES

4.3.1 Génese da Lei Sarbanes-Oxley

Fora do continente europeu, sem dúvida que a lei norte-americana que ficou conhecida por *Sarbanes-Oxley Act* (igualmente designada por *Sarbox* ou *SOX*), promulgada em Junho de 2002 após ter sido aprovada pelo Congresso, representou, a vários títulos, um importante marco na evolução recente do governo das sociedades⁶⁵.

Tal como aconteceu em relação a algumas iniciativas à época tomadas pela Comissão Europeia, a publicação desta lei teve essencialmente na sua origem a ocorrência dos escândalos financeiros já citados envolvendo grandes empresas norte-americanas, designadamente a Enron (sector energético) e a WorldCom (sector das telecomunicações).

Mais concretamente, constituiu a resposta do poder político norte-americano ao clima de descrença e pessimismo que, no rescaldo daqueles acontecimentos, se havia instalado entre os investidores, já abalados pelo declínio de uma fase de euforia bolsista que pusera em jogo uma parcela importante da poupança privada.

Cabe aqui recordar, como se referiu no início deste capítulo, que a propriedade do capital das empresas norte-americanas se encontra fortemente dispersa, donde resulta que a protecção dos accionistas, e dos investidores em geral, face aos órgãos de administração e a integridade e transparência da informação divulgada representam objectivos essenciais da regulação e supervisão dos mercados de capitais.

⁶⁵ O *Sarbanes-Oxly Act*, formalmente intitulado "*Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002*", foi promulgado, com força de lei, pelo Presidente dos EUA, em 30 de Julho de 2002.

A lei retira a designação por que é conhecida do nome dos congressistas seus promotores: Paul Sarbanes (Senado) e Michael Oxley (Câmara dos Representantes).

Ora, as actuações fraudulentas detectadas em algumas grandes empresas levaram a concluir que aqueles objectivos não se encontravam devidamente assegurados. A investigação desses casos revelou, nomeadamente, que o controlo da gestão por parte dos administradores era deficiente, a actuação dos auditores externos se mostrava ineficaz ou comprometida e a divulgação pública da situação das empresas insuficiente e pouco transparente.

Considerou-se assim urgente tomar medidas destinadas a reforçar a protecção dos investidores. Entre elas, a definição de uma disciplina e controlo mais rigorosos da prestação dos auditores externos e da sua independência, melhor controlo da integridade das demonstrações financeiras e maior severidade na punição de acções fraudulentas.

Atendendo à importância das finalidades em vista e à urgência dos poderes públicos em obterem resultados práticos que pudessem inverter o clima negativo prevalecente (sobretudo após o colapso da WorldCom), foi decidido impor tais medidas através de um documento com força de lei (o *SOX*) e não por simples recomendações, que se viu ser a técnica predominante no continente europeu.

Outro aspecto relevante desta iniciativa reside no seu âmbito de aplicação. Com efeito, o *SOX* é aplicável não só às empresas norte-americanas cotadas, mas também, em nome da segurança e defesa dos interesses dos investidores, às empresas não americanas admitidas à cotação em bolsas de valores dos EUA. Esta regra conduziu a que um elevado número de empresas estrangeiras se visse confrontado com exigentes requisitos com carácter obrigatório, por vezes em conflito com a lei ou a prática dos seus próprios países.

Deverá ainda ter-se presente que o quadro normativo resultante da publicação do *SOX* não se resumiu às disposições constantes desta lei. Antes se alargou a normas de outra natureza, tendo no final resultado um enquadramento significativamente mais complexo.

Assim, se é certo que alguns dos preceitos do *SOX* entraram em vigor de imediato, muitos outros – alguns dos quais da maior relevância, como os relativos à certificação da informação financeira e à avaliação do controlo interno – exigiram acção posterior da *Securities and Exchange Commission (SEC)*⁶⁶, a qual foi desenvolvida sobretudo ao longo de 2003, mediante diversas disposições regulamentares muito detalhadas.

Além disso, os requisitos de acesso (*listing requirements*) às bolsas americanas (*NYSE, NASDAQ*)⁶⁷ foram reformulados e completados à luz dos preceitos constantes do *SOX*, o que se traduziu também em importantes inovações. Tomando como exemplo as regras de governo das sociedades impostas pelo *NYSE* às empresas cotadas, a sua revisão, como adiante se verá, implicou alterações à composição e funcionamento dos conselhos de

⁶⁶ A *Securities and Exchange Commission (SEC)* é o organismo governamental encarregado da supervisão dos mercados de valores mobiliários norte-americanos.

⁶⁷ *NYSE*: *New York Stock Exchange*; *NASDAQ*: *National Association of Securities Dealers Automated Quotation*.

administração das empresas norte-americanas cujo impacto, quanto àqueles órgãos, alguns observadores consideram não ter sido menor do que o das normas do *SOX* dirigidas à actividade de auditoria e à divulgação de informação financeira.

4.3.2 Principais Disposições

Entre as principais disposições do *SOX*, importa destacar, pelas suas repercussões e relevância mediática de que foram objecto, as relativas à atribuição de responsabilidades pela fiabilidade da informação financeira e aos mecanismos de avaliação dos sistemas de controlo interno.

Assim, o Presidente da Comissão Executiva e o responsável pela área financeira passaram a ter de certificar pessoalmente, nos relatórios trimestrais e anuais, que esses relatórios não contêm falsas informações e transmitem uma imagem correcta da situação financeira da empresa. A certificação culposa de relatórios incompletos ou incorrectos pode ser punida com multa até um milhão de dólares e prisão até dez anos, sendo as duas penas cumuláveis⁶⁸.

Aqueles responsáveis são ainda solicitados a certificar também a sua responsabilidade pela concepção, manutenção e avaliação da eficácia dos controlos internos da informação financeira, bem como a transmissão à Comissão de Auditoria e aos auditores externos das deficiências relevantes desses controlos.

Foi ainda imposto que os relatórios anuais das empresas contenham um relatório específico sobre o sistema de controlo interno, atestando a responsabilidade dos órgãos de gestão na implementação e manutenção de uma estrutura adequada de controlo interno da informação financeira e contendo uma avaliação da eficácia dessa estrutura. Além disso, os auditores externos devem emitir a sua própria opinião sobre a avaliação do controlo interno que foi efectuada pelos órgãos de gestão⁶⁹.

Outra área a que a nova lei consagrou especial atenção foi, como atrás se disse, o quadro de actuação e independência dos auditores externos.

Promoveu-se assim a criação de um entidade pública, o *Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB)*, sob a autoridade da *SEC*, tendo precisamente por missão supervisionar a auditoria externa às empresas cotadas, “*com o objectivo de proteger os interesses dos investidores e o interesse público na preparação de relatórios de auditoria informativos, rigorosos e independentes (...)*”.

⁶⁸ *SOX*, secções 302 e 906.

Quando a certificação seja feita com dolo, a multa pode atingir os 5 milhões de dólares e a prisão 20 anos.

⁶⁹ *SOX*, secção 404.

Todas as sociedades de auditoria (incluindo as estrangeiras que auditem empresas cotadas nos EUA) têm de se registar junto do *PCAOB*.

Compete ao *PCAOB* definir padrões de qualidade, independência, ética e quaisquer outros que se destinem a garantir níveis elevados na prestação dos serviços de auditoria, bem como promover inspecções e investigações às empresas de auditores⁷⁰. No exercício destas competências, o *PCAOB* tem seguido uma linha de grande rigor, emitindo numerosas orientações para cumprimento dos princípios contidos no *SOX*.

A independência dos auditores foi, à partida, salvaguardada proibindo às sociedades de auditoria fornecerem às empresas suas clientes um extenso conjunto de serviços “não-auditoria” (entre os quais os de contabilidade, consultoria, actuariais, concepção de sistemas de informação financeira, gestão de recursos humanos e assistência jurídica). Mesmo os serviços “não-auditoria” não expressamente vedados, como aliás os próprios serviços de auditoria, só podem ser prestados após aprovação pela Comissão de Auditoria da empresa auditada⁷¹.

De resto, a Comissão de Auditoria – entendida como uma comissão do Conselho de Administração composta por membros independentes, com a função de fiscalizar o processo de informação financeira e contabilística e respectiva auditoria⁷² – é chamada a desempenhar importante papel na defesa da independência dos auditores, na medida em que também é responsável pela nomeação, remuneração e supervisão de tarefas da sociedade de auditoria⁷³. Os auditores externos devem, por seu lado, transmitir à Comissão de Auditoria as principais práticas contabilísticas identificadas na empresa e, quando for caso disso, as soluções alternativas a serem ponderadas⁷⁴. Foram igualmente definidas regras prevendo a rotação dos *partners* da sociedade de auditoria relativamente à prestação de serviços a uma mesma empresa.

Além das disposições que ficaram referidas, o *SOX* regulou ainda diversos outros aspectos específicos do governo das sociedades cotadas, estipulando designadamente:

- a divulgação de operações fora do balanço (incluindo as efectuadas entre a empresa e outras entidades, com influência na situação financeira daquela);
- a proibição de empréstimos pessoais da empresa a administradores ou directores;
- a divulgação de participações qualificadas;

⁷⁰ *SOX*, secções 101, 103 e 104.

⁷¹ *SOX*, secções 201 e 202.

⁷² O *SOX* (secção 407) exige ainda que as empresas cotadas divulguem publicamente se a sua comissão de auditoria inclui ou não um “especialista financeiro” e, no caso negativo, por que razões não inclui (*comply or explain*).

⁷³ *SOX*, secções 205 e 301.

⁷⁴ *SOX*, secção 204.

- a divulgação da existência de um código de ética aplicável aos directores de topo ou das razões da sua inexistência (“*comply or explain*”);
- a penalização de fraudes contabilísticas (incluindo a alteração e destruição de documentos);
- a definição de regras para prevenir conflitos de interesses dos analistas financeiros na sua actividade de *research*⁷⁵.

Como atrás se mencionou, não menos importantes para o reforço dos mecanismos de gestão e controlo das empresas cotadas são as regras de governo das sociedades adoptadas pelo *New York Stock Exchange (NYSE)*⁷⁶.

Desde logo é exigida uma maioria de administradores independentes na composição do Conselho de Administração. O NYSE fornece, pela negativa, a definição de administrador independente, mas atribui ao conselho a decisão sobre cada caso concreto⁷⁷. Por seu lado, os administradores não-executivos (que podem não ser independentes) devem reunir regularmente sem a presença dos executivos.

Determina também o NYSE que o Conselho de Administração deve dispor de três comissões, todas constituídas por administradores independentes: de nomeação/governo da sociedade, de remunerações (ligadas ao desempenho) e de auditoria. Na esteira do estipulado pelo SOX, cabe à Comissão de Auditoria zelar pela integridade da informação financeira, pela independência e competência dos auditores externos e pelo cumprimento das normas legais e regulamentares.

Devem ainda as empresas cotadas criar a função de auditoria interna e adoptar e divulgar um código de conduta e ética aplicável a todo o pessoal.

Estão igualmente obrigadas a definir linhas gerais de orientação sobre o governo da sociedade, que devem ser divulgadas juntamente com os estatutos das comissões acima referidas.

⁷⁵ SOX, secções 401, 402, 403, 406, 501 e 801 e seguintes.

⁷⁶ Estas regras estão contidas no “*Manual das Empresas Cotadas*” do NYSE, na versão aprovada em Novembro de 2003.

É importante assinalar que as empresas estrangeiras admitidas à cotação no NYSE (*foreign private issuers*) não são obrigadas a cumprir estas regras, podendo em alternativa seguir as práticas do Estado de origem, desde que divulguem resumidamente as diferenças entre as suas práticas nacionais e as estabelecidas pelo NYSE. Estão contudo vinculadas à criação de um comité de auditoria.

⁷⁷ De acordo com as regras do NYSE, o Conselho de Administração deve assegurar-se, ao qualificar um administrador como independente, que este não mantém relações materiais directas ou indirectas com a sociedade. Adicionalmente e em síntese, não deve ser considerado independente, durante três anos após a cessação das situações em causa, o administrador (ou seus familiares directos) que: seja empregado da sociedade; afigure remunerações da sociedade (excepto na qualidade de administrador); seja sócio ou empregado de auditores da sociedade; seja empregado de outra sociedade cuja Comissão de Remunerações integre empregados da sociedade onde é administrador; seja gestor ou empregado de outra sociedade que faça ou receba pagamentos de serviços ou de património da sociedade onde é administrador.

4.3.3 Repercussões

Decorridos três anos sobre a publicação da lei *Sarbanes-Oxley*, a opinião dominante nos meios empresariais norte-americanos e entre as entidades de supervisão continua a ser a de que tal lei era indiscutivelmente necessária. Reconhece-se, sem objecções, que os acontecimentos que estiveram na sua origem tinham suscitado um sentimento colectivo e legítimo de que era urgente empreender reformas que reabilitassem o governo das sociedades e devolvessem confiança aos investidores.

Sem embargo desta evidência, a aplicação prática do *SOX* e da regulamentação complementar entretanto publicada tem sido acompanhada de acesa controvérsia e fortes críticas, dentro e fora do território norte-americano.

Para tanto terá antes de mais contribuído, como já se referiu, não só o extenso e complexo quadro normativo que resultou daquela lei, em conjunto com as disposições regulamentares da SEC e PCAOB e as *listing rules* do NYSE, mas também o facto de um elevado número dessas disposições ter carácter vinculativo.

Quanto a este aspecto, é frequentemente recordado que diversos princípios impostos pelo *SOX* se encontram também consagrados nas práticas de bom governo dos países europeus, mas com a diferença de que foram divulgados através de textos meramente recomendatórios, associados ou não à cláusula de “*comply or explain*”⁷⁸.

Daqui deriva a crítica de que, com tal abundância de disposições coercivas, se está a incentivar o cumprimento apenas formal e mecânico dos procedimentos instituídos (*box-ticking*), sem que verdadeiramente se alterem os padrões de comportamento dos administradores, nem os riscos de fraudes internas. Acrescenta-se ainda que, por essa via, se obtém o efeito perverso de desviar os conselhos de administração da sua missão essencial de criação de riqueza para a tarefa “secundária” de controlo do cumprimento de preceitos regulamentares.

Sem dúvida que a estas críticas genéricas não terá sido estranha a imposição, politicamente urgente, de controlos mais rigorosos e centralizados do que era habitual no governo das sociedades norte-americanas.

Mais séria e objectiva – pela sua relevância material e repercussões nas relações entre administradores, auditores e investidores – se tem revelado a questão concreta do cumprimento da secção 404 do *SOX*, que determina a publicação pelas empresas de um

⁷⁸ Algumas das disposições constantes do quadro normativo resultante do *SOX*, como por exemplo a existência obrigatória de três comissões especializadas do Conselho de Administração, reproduzem, de resto, matéria já contida em normas recomendatórias de autoria norte-americana (V. *Principles of Corporate Governance*, do *American Law Institute*).

relatório anual sobre controlo interno, onde se inclua uma avaliação documentada da eficácia do sistema de controlo, com indicação das deficiências existentes. Como se viu, a matéria de controlo interno tem igualmente de ser objecto de certificação que o Presidente da Comissão Executiva e o responsável pela área financeira devem apresentar nos relatórios trimestrais e anuais.

Esta disposição conduziu as administrações da maioria das empresas a concentrar elevados investimentos na montagem e em mecanismos de verificação das suas estruturas de controlo interno, o que implica pesados custos em tecnologia de informação. Pesou naturalmente neste sentido a severidade das penas previstas para a emissão de certificações incorrectas.

Mas sobretudo – num mercado de empresas com capital fortemente disperso como é o norte-americano – tem sido patente o receio das empresas em colocar pela primeira vez ao escrutínio público (em especial, dos investidores e agências de *rating*) a qualidade do seu controlo interno. Embora não seja ainda evidente o verdadeiro peso atribuído pelo mercado a esse factor de avaliação, o certo é que, segundo as estimativas disponíveis, um número significativo de empresas reconheceu, ou virá a reconhecer, graves deficiências de controlo interno.

Por estes motivos, as despesas incorridas para cumprimento da mencionada secção 404 e das disposições do *SOX*, em geral, terão contribuído significativamente para o aumento dos custos de gestão, conforme abundantemente demonstrado em recentes estudos.

Outra consequência da nova lei insistentemente apontada terá sido a alteração do relacionamento da auditoria externa com os conselhos de administração. Perante um quadro legal que coloca os auditores externos como avaliadores formais das estruturas de controlo interno implantadas, geridas e avaliadas pelos conselhos de administração, argumenta-se (com o apoio de sondagens, abrangendo elevado número de empresas) que aqueles passaram a ser vistos, com algum ressentimento, como agentes das autoridades de supervisão e não mais como desejáveis consultores de negócios.

Cabe salientar que, perante este cenário, a SEC e o PCAOB, enquanto entidades reguladoras, têm actuado, na fase mais recente do período post-*SOX*, com a evidente preocupação de contrariar os aspectos mais negativos associados à aplicação da lei e respectiva regulamentação. Assim o imporá a necessidade de se obter um justo equilíbrio entre dois objectivos essenciais: assegurar efectivas melhorias no governo das sociedades cotadas e manter o mercado de capitais norte-americano internacionalmente atraente.

Dentro desta orientação, a SEC prorrogou já por duas vezes, a última das quais para Junho de 2006, a data de entrada em vigor, para as empresas estrangeiras cotadas nos EUA, das obrigações decorrentes da aludida secção 404 do *SOX*. A última prorrogação teve por fundamento a constatação das dificuldades sentidas por aquelas empresas no cumprimento das normas em causa, agravadas, no caso das empresas europeias, pela

simultânea obrigação de implementação das normas internacionais de informação financeira (IFRS)⁷⁹.

Internamente, aquelas autoridades têm, além disso, emitido orientações visando a redução dos excessivos investimentos empresariais aplicados no cumprimento do *SOX*, através de uma selecção mais criteriosa dos controlos internos a implementar, desejavelmente de acordo com o critério do risco.

Por outro lado, vêm sendo feitos apelos aos investidores para que as fragilidades de controlo interno que começam a ser divulgadas pelas empresas não sejam entendidas como factores de exclusão de investimento, mas como elementos de análise susceptíveis de evolução positiva.

⁷⁹ Recorda-se, quanto a esta matéria, os esforços, atrás mencionados, empreendidos pela União Europeia, no sentido de obter a equivalência das soluções europeias relativamente às regras da lei *Sarbanes-Oxley*.

III. ENQUADRAMENTO JURÍDICO- INSTITUCIONAL DO GOVERNO DAS SOCIEDADES EM PORTUGAL

1. INTRODUÇÃO

É de admitir que as recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades – cujo grau de cumprimento as sociedades cotadas devem anualmente divulgar – constituam actualmente a face mais visível do tratamento destas questões na ordem jurídica portuguesa.

Contudo, o quadro normativo nacional sobre esta matéria é bem mais abrangente, integrando preceitos não só recomendatórios, como também obrigatórios (quer de natureza legislativa, quer regulamentar), incluídos em diferentes diplomas, publicados em épocas distintas.

Há que recordar, para melhor se compreender a evolução desse quadro normativo, que o governo das sociedades é um tema multidisciplinar. Situando-se a sua génese – conforme descrito no capítulo anterior – na separação entre propriedade e gestão e consequente necessidade de alinhar os interesses dos administradores, accionistas e *stakeholders*, a reflexão sobre o bom governo das empresas vem abrangendo, nas últimas décadas, outros importantes fenómenos. Entre estes, contam-se a globalização económica e financeira, o desenvolvimento dos mercados de capitais, a internacionalização das empresas e a própria evolução das tecnologias de informação e comunicação. Estas as razões porque, quer a nível nacional, quer internacional, o enquadramento jurídico do governo das sociedades tem envolvido incursões em diversos ramos de direito, com natural destaque para o direito das sociedades e o direito dos valores mobiliários. Além disso – como já houve atrás oportunidade de referir – a percepção, a partir dos anos oitenta, da insuficiente eficácia e fiabilidade dos mecanismos de governo das sociedades, que haveriam mais tarde de ser confirmadas por diversos escândalos financeiros internacionais, contribuiu para que, a par dos textos legislativos, se verificasse a proliferação de documentos recomendatórios (normalmente vertidos em códigos de boas práticas) destinados a restabelecer a confiança dos mercados e contribuindo decisivamente para a consagração do governo das sociedades como disciplina autónoma.

De um modo geral, pode afirmar-se que, em Portugal, a produção normativa incidindo sobre questões ligadas ao governo das sociedades acompanhou, com alguma aproximação, a evolução descrita. Compreende-se que assim acontecesse, ainda que sem a pressão de escândalos societários internos: trata-se de um país de há muito integrado no espaço comunitário, sofrendo tradicionalmente a influência de outros ordenamentos jurídicos europeus e com uma economia fortemente aberta ao exterior.

É, assim, no domínio do direito das sociedades e do direito dos valores mobiliários que se encontram os principais textos legislativos, sob a forma de códigos, com incidência no governo das sociedades: o Código das Sociedades Comerciais e o Código dos Valores Mobiliários.

O *Código das Sociedades Comerciais*⁸⁰, em vigor desde 1986 e já objecto de várias alterações, integra as disposições cronologicamente mais antigas sobre a matéria, mas nem por isso menos importantes. Dele constam os princípios e regras básicas de direcção e controlo dos vários tipos de sociedades comerciais, representando significativa modernização da legislação comercial anterior.

O *Código dos Valores Mobiliários*⁸¹, em vigor desde Março de 2000, e respondendo a exigências de regulamentação resultantes do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e sua integração no sistema financeiro, inclui no seu normativo um conjunto de dispositivos dedicados especificamente às sociedades com o capital aberto ao investimento público (abreviadamente, “sociedades abertas”), designadamente no que respeita aos deveres informativos, disciplina das deliberações sociais e protecção dos investidores.

Foi, no entanto, sobretudo por via das Recomendações e Regulamentos publicados pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), desde 1999, sobre o governo das sociedades e dirigidos às sociedades cotadas, que este tema e o conjunto de regras que lhe estão associadas foram efectivamente introduzidos na prática empresarial portuguesa.

A primeira versão das “*Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas*” – que configuram até à data o único código de bom governo, de aplicação geral, existente no país – foi publicada em 1999 e continha 17 recomendações sobre os principais aspectos de governo das sociedades, incluindo a de que as sociedades cotadas informassem acerca do seu próprio cumprimento.

Tendo a CMVM instaurado, desde o início, a prática da revisão bienal das “*Recomendações*” nos anos ímpares, foram estas revistas em 2001 (com redução para 15, embora com introdução de novas matérias), em 2003 (com nova redução para 11, uma vez mais a par de alguns acrescentamentos e precisões) e em 2005.

De assinalar igualmente as “*Recomendações respeitantes ao exercício do voto por correspondência*”, incluindo o voto electrónico, datadas de 2001 e integradas no conjunto de medidas destinadas a incentivar o exercício do direito de voto.

Entre os Regulamentos da CMVM, destaca-se o *Regulamento n.º 7/2001*, revisto em 2003⁸², que impôs às sociedades cotadas, entre outras obrigações de carácter informativo, o

⁸⁰ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de Setembro.

⁸¹ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro.

⁸² Verificou-se nova revisão em 2005, através do Regulamento n.º 10/2005 (V. adiante 3.3.iii).

dever de publicarem anualmente, em capítulo ou anexo do relatório de gestão, um relatório sobre a estrutura e prática do governo societário, cujo modelo, muito detalhado, consta do próprio Regulamento.

Nesse relatório, as empresas devem desde logo indicar, na designada “declaração de cumprimento” inicial, quais as Recomendações da CMVM que cumprem e apresentar justificação para as não-cumpridas (técnica de “comply or explain”). Deste modo, a CMVM tornou vinculativo um procedimento até então meramente voluntário, com fundamento na sua insuficiente e deficiente prática pelas sociedades destinatárias.

A restante informação exigida no relatório de governo acompanha de perto, e excede mesmo em alguns aspectos, as Recomendações da CMVM, por este meio elevadas a deveres de informação.

Merecem ainda breve referência os Regulamentos nº 6/2000 e nº 4/2004, pela sua ligação a um tópico essencial do bom governo que é a qualidade e transparência da informação.

O *Regulamento nº 6/2000* enumera os documentos de prestação de contas sujeitos a relatório ou parecer por auditor registado na CMVM, estipula as condições (formais e de conteúdo) a que esses relatórios ou pareceres devem obedecer e define o processo e requisitos do registo dos auditores na CMVM e respectivo cancelamento ou suspensão.

O *Regulamento nº 4/2004* regula, por seu lado, os meios e prazos de divulgação da informação obrigatória (permanente e periódica) a cargo das sociedades abertas e sociedades emittentes de valores mobiliários e os factos que devem ser objecto dessa divulgação, em aditamento aos indicados no Código de Valores Mobiliários.

Serão adiante sumariamente descritas, no ponto 3., as disposições mais relevantes para o governo das sociedades contidas nos diplomas legislativos, regulamentares e recomendatórios antes enumerados, fazendo-se também referência às principais fontes complementares que completam o quadro normativo sobre o tema⁸³.

⁸³ Além das fontes normativas gerais sobre governo societário, é possível encontrar, no âmbito da supervisão de sectores específicos de actividade, como o financeiro e o segurador, a imposição de regras típicas de bom governo. Significativo exemplo é o do sector financeiro, onde as instituições de crédito e sociedades financeiras estão sujeitas a regime legal específico, comportando exigentes normas quanto à composição dos órgãos de administração, bem como quanto à idoneidade, experiência profissional e conflitos de interesses dos administradores e membros dos órgãos de fiscalização (v. *Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei nº 298/92, de 31 de Dezembro*). Tais normas são ainda completadas por instruções do Banco de Portugal, especialmente detalhadas quanto aos sistemas de controlo interno (v. *Instrução nº 72/96*).

Embora, na sua formulação, este tipo de disposições obedeça às mesmas preocupações de bom governo que informam os princípios do governo das sociedades, os seus objectivos são sobretudo de natureza prudencial, visando, no caso das instituições de crédito, a segurança, estabilidade e transparência do sistema financeiro, dado o interesse público envolvido.

2. NORMAS DA UNIÃO EUROPEIA

Como se descreveu no Capítulo I, a Comissão Europeia anunciou, em Maio de 2003, dois importantes planos de acção com incidência no governo das sociedades: o *“Plano de modernização do direito das sociedades e reforço do governo das sociedades”* e o *“Plano de reforço da revisão oficial de contas”*, ambos prevendo prioridades de curto e médio prazo e, no caso do primeiro, também de longo prazo.

Entre as medidas de curto prazo do Plano sobre direito e governo das sociedades, foram já aprovadas e publicadas no Jornal Oficial da UE, como se referiu atrás, duas *Recomendações* da Comissão Europeia sobre as *remunerações dos administradores*⁸⁴ e sobre o *papel dos administradores não-executivos e as comissões do Conselho de Administração*⁸⁵.

Por se tratar de recomendações, as suas disposições não são obrigatórias: a Comissão Europeia limita-se a convidar os Estados Membros a criar normas, injuntivas ou recomendatórias, dirigidas às sociedades cotadas e inspiradas nos princípios enunciados, até 30 de Junho de 2006. Quanto ao nosso país, a adopção destas Recomendações teve lugar no âmbito do processo de revisão das Recomendações da CMVM, levado a cabo por aquela entidade durante o ano de 2005 e que adiante se descreve (Ver 3.3.iii).

O conteúdo e filosofia destes dois textos constam resumidamente, como se viu, do Capítulo I, a propósito das iniciativas da União Europeia.

3. BREVE DESCRIÇÃO DAS PRINCIPAIS FONTES NORMATIVAS

3.1 CÓDIGO DAS SOCIEDADES COMERCIAIS

No preâmbulo do Código das Sociedades Comerciais (CSC), publicado em 1986, é esclarecido que a sua publicação se deveu à *“necessidade urgente de adaptar a legislação portuguesa às directivas da CEE.”* e acrescenta, embora ainda sem utilização da expressão *“governo das sociedades”*, que *“o Código vem regular mais pormenorizadamente situações até agora não previstas na lei (...). Define claramente os direitos e deveres dos sócios, dos administradores e dos membros dos órgãos de fiscalização e reforça significativamente a protecção dos sócios minoritários e dos credores sociais (...).”*

Efectivamente, o CSC incorpora, na parte respeitantes às sociedades anónimas, princípios e regras básicos de governo societário, designadamente os relativos à composição,

⁸⁴ Recomendação n.º 2004/913/CE, emitida pela Comissão Europeia em 6 de Outubro de 2004 e publicada no Jornal Oficial em 29 de Dezembro de 2004 (L-385).

⁸⁵ Recomendação n.º 2005/162/CE, emitida pela Comissão Europeia em 6 de Outubro de 2004 e publicada no Jornal Oficial em 25 de Fevereiro de 2005.

competência, poderes de gestão e deveres dos órgãos de administração⁸⁶, aos direitos e deliberações dos accionistas⁸⁷ e à fiscalização das sociedades⁸⁸.

Desde logo quanto à estrutura dos órgãos de administração e de fiscalização, o CSC permite a opção por uma das duas modalidades mais correntemente adoptadas nos Estados membros da União Europeia e já antes referidas: o sistema monista, tradicional no direito português e consistindo num Conselho de Administração e num Conselho Fiscal (ou Fiscal Único); e o sistema dualista, composto por uma Direcção, um Conselho Geral e um Revisor Oficial de Contas.

(i). Conselho de Administração

No modelo monista – o mais comumente utilizado nas sociedades anónimas portuguesas⁸⁹ –, compete ao Conselho de Administração, composto por um número ímpar de membros⁹⁰, gerir as actividades da sociedade, com boa diligência e no interesse da sociedade, tendo em conta o interesse dos sócios e trabalhadores⁹¹.

Salvo disposição estatutária em contrário, o Conselho de Administração pode encarregar especialmente algum ou alguns administradores de se ocuparem de certas matérias de administração. Além disso, o próprio contrato de sociedade pode autorizar o conselho a delegar em alguns administradores, ou numa Comissão Executiva, a gestão corrente da sociedade, cabendo neste caso aos administradores não executivos o dever de “vigilância geral” dos administradores executivos⁹².

Estas disposições têm permitido a adopção, entre nós, de modelos organizativos obedecendo a padrões de governo societário reconhecidos internacionalmente: coexistência de administradores não-executivos e executivos, estes constituídos em Comissão Executiva; repartição de poderes entre o presidente do Conselho de Administração (*chairman*), figura prevista no próprio CSC⁹³, e o presidente da Comissão Executiva (CEO); e criação de comissões especializadas do Conselho de Administração, como as comissões de auditoria.

⁸⁶ Constantes, quanto aos principais aspectos, dos Artºs 64 a 84, 278, 390 a 412 e 424 a 445.

⁸⁷ Constantes, quanto aos principais aspectos, dos Artºs 53 a 63 e 373 a 389.

⁸⁸ Constantes, quanto aos principais aspectos, dos Artºs 413 a 423-A e 446.

⁸⁹ As regras relativas ao sistema dualista (designadamente, a composição, designação e competências da direcção e conselho geral e a designação do revisor oficial de contas) podem ser encontradas fundamentalmente nos Artºs 424 a 446 do CSC.

⁹⁰ Contudo, é permitida a existência de um administrador único nas sociedades cujo capital social não exceda os 200,000 euros.

⁹¹ V. Artºs 390, 405 e 64.

⁹² V. Artº 407.

⁹³ V. Artº 395. O presidente do Conselho de Administração, eleito pela Assembleia Geral ou escolhido pelo próprio conselho, não dispõe, à face da lei portuguesa, de poderes legais próprios, distintos dos restantes administradores, embora possa ser-lhe estatutariamente atribuído voto de qualidade nas deliberações do conselho.

O CSC estipula o princípio geral da responsabilidade solidária dos administradores para com a sociedade pelo incumprimento dos seus deveres legais ou contratuais⁹⁴. Define igualmente regras quanto à responsabilidade daqueles para com os credores sociais, accionistas e terceiros e regula as “acções de responsabilidade”, que podem ser intentadas pela sociedade, mediante deliberação da maioria dos sócios, ou por um ou vários sócios representando pelo menos 5 por cento do capital social⁹⁵.

Por outro lado, alguns dos deveres impostos aos administradores no âmbito das competências e poderes que lhes estão atribuídos têm tutela penal, sendo de destacar a existência de sanções nos casos de incumprimento dos deveres de informação⁹⁶.

(ii). Conselho Fiscal

A fiscalização das sociedades anónimas é atribuída a um Conselho Fiscal ou fiscal único, eleitos pela Assembleia Geral.

Embora a prática actual das sociedades anónimas tenda a reduzir a função do órgão de fiscalização à revisão das contas, o CSC reserva-lhe, além dessa função, a importante e genérica missão de fiscalizar a administração da sociedade e o cumprimento da lei e do contrato de sociedade.

Com o objectivo de assegurar que essas competências são exercidas com profissionalismo e independência, o órgão de fiscalização deve integrar sempre um revisor oficial de contas (que não pode ser accionista), tendo sido definido, além disso, um extenso conjunto de incompatibilidades, de natureza pessoal e societária, condicionadoras da designação dos respectivos membros⁹⁷.

O revisor oficial de contas, a quem compete a certificação legal das contas da sociedade, encontra-se adicionalmente submetido, no exercício das suas funções, aos princípios e regras contidos no Estatuto da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas⁹⁸. Sendo um desses princípios o da “*completa independência funcional e hierárquica*” do revisor quanto às empresas a que presta serviço, aquele Estatuto fixa detalhadamente os respectivos direitos, deveres, incompatibilidades e requisitos pessoais e profissionais. O Estatuto é complementado pelo “*Código de Ética e Deontologia Profissional dos Revisores Oficiais de Contas*”, importante repositório de regras injuntivas de boa conduta profissional⁹⁹.

⁹⁴ Não são contudo responsáveis pelos danos resultantes de uma deliberação colegial os administradores que nela não tenham participado ou hajam votado vencidos.

⁹⁵ Sobre a responsabilidade civil dos órgãos de administração, v. Art^{os} 71 a 84, aplicáveis igualmente a todos os outros tipos de sociedade previstos no CSC.

⁹⁶ V. Art^{os} 518 e 519.

⁹⁷ V. Art^{os} 413 e 423-A.

⁹⁸ Decreto-Lei n^o 487/99, de 16 de Novembro, em especial o Título II (“Estatuto Profissional”), Art^{os} 52 a 93.

⁹⁹ Publicado no D.R., III Série, de 26.12.2001.

(iii). Accionistas/Assembleia Geral

Constam do CSC os principais direitos e obrigações atribuídos aos accionistas das sociedades anónimas¹⁰⁰. Do ponto de vista do governo societário, deverá salientar-se a garantia de distribuição de uma percentagem mínima dos lucros do exercício, salvo cláusula estatutária ou deliberação em contrário, tomada em Assembleia Geral por maioria qualificada do capital social; e o direito (individual e colectivo) à informação, incluindo a informação permanente sobre os factos relevantes da evolução da sociedade, a informação preparatória das assembleias gerais e a que seja solicitada nas próprias assembleias gerais.

As deliberações dos accionistas são tomadas em Assembleia Geral, a qual dispõe, entre outros, dos poderes de eleger e destituir os membros do Conselho de Administração e do órgão de fiscalização e fixar as remunerações de cada administrador ou nomear uma Comissão de Remunerações para o efeito. Compete-lhe também, anualmente, deliberar sobre o relatório de gestão e as contas do exercício e sobre a aplicação de resultados (incluindo a distribuição de lucros), bem como proceder à apreciação geral da administração e fiscalização da sociedade¹⁰¹.

Contudo, sobre matérias de gestão, os accionistas só podem deliberar a pedido do órgão de administração¹⁰².

Quanto ao exercício do direito de voto nas assembleias gerais, estabelece o CSC o princípio geral, salvo disposição estatutária em contrário, de que a cada acção corresponde um voto¹⁰³.

Podem, contudo, ser emitidas, dentro de certas condições, acções preferenciais sem direito a voto. Permite-se também que o contrato de sociedade imponha que a cada voto deve corresponder uma pluralidade de acções ou estabeleça limites quantitativos à contagem dos direitos de voto emitidos por um só accionista¹⁰⁴.

Nas sociedades abertas ao investimento do público, a incentivação ao exercício do direito de voto, como forma de contrariar o absentismo nas assembleias gerais, assume especial relevância. Dentro dessa orientação e em complemento da disciplina do CSC, o Código dos Valores Mobiliários consagrou – como adiante se desenvolverá – o voto por correspondência, no qual se inclui a modalidade do voto electrónico. Também a CMVM, nas suas “Recomendações sobre o governo das sociedades cotadas”, recomenda que não se restrinja o exercício do direito de voto, enumerando as situações que configuram a existência de restrições (v.adiante, C,1).

¹⁰⁰ Art.ºs 285 a 297.

¹⁰¹ V. Art.ºs 373-1, 376, 391, 399, 403, 415 e 419.

¹⁰² V. Art.º 373-3

¹⁰³ V. Art.º 384-1

¹⁰⁴ V. Art.ºs 341 e 384-2.

(iv). Secretário da Sociedade

O Secretário da sociedade – figura introduzida no CSC em 1996 – apenas deve obrigatoriamente existir nas sociedades cotadas em bolsa.

Tem essencialmente por funções dar apoio ao funcionamento dos órgãos sociais e certificar documentos da sociedade. Compete-lhe designadamente dar resposta às solicitações formuladas pelos accionistas no exercício do direito à informação atrás mencionado^{105, 106}.

3.2 CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS

Como se referiu no início deste capítulo, o Código dos Valores Mobiliários (CVM), em vigor desde Março de 2000, constitui, no âmbito do direito dos valores mobiliários, a principal fonte legislativa sobre governo das sociedades.

Quanto a este tema, as suas disposições dedicam-se sobretudo às sociedades “abertas”, nas quais as questões de governo – atenta a dispersão do seu capital pelo público – apresentam especial actualidade e relevância. Deste modo, o CVM complementou as regras já existentes sobre a organização e funcionamento das sociedades em geral, constantes designadamente das normas de direito civil e comercial. Como no próprio preâmbulo do CSC se refere, *“evitou-se regular o que estava regulado, tomando como pressupostos os regimes gerais já consagrados (...)”* e caminhando-se para a *“modernização do sistema de valores mobiliários”*.

O CVM delimita o conceito de sociedade “aberta” através da enumeração de várias categorias de “sociedades com o capital aberto ao investimento público” e das ocorrências que podem conduzir à perda dessa qualidade¹⁰⁷.

¹⁰⁵ Neste mesmo domínio, o Código dos Valores Mobiliários veio tornar obrigatória a nomeação, pelas empresas emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, de um representante com poderes bastantes para as relações com o mercado e CMVM.

¹⁰⁶ Através do Decreto-Lei nº 2/2005, de 4 de Janeiro, foi introduzida na ordem jurídica portuguesa a figura da sociedade anónima europeia ou “societas europaea”, um novo tipo de pessoa colectiva instituído por regulamento do Conselho da União Europeia (Regulamento (CE) nº 2157/2001, em vigor desde 8 de Outubro de 2004) e tendo por objectivo possibilitar às empresas europeias reorganizarem as suas actividades a nível comunitário.

Os fundadores de uma sociedade anónima europeia – que pode ser constituída por fusão, constituição de uma sociedade gestora de participações sociais ou de uma sociedade filial e por transformação – têm de estar ligados a mais de um Estado membro da UE, aplicando-se à sociedade o direito do Estado de localização da sede estatutária.

A estrutura deste tipo de sociedade pode ser monista ou dualista, opção já permitida às sociedades anónimas portuguesas pelo CSC, como atrás se referiu.

Aspecto inovatório na ordem jurídica portuguesa quanto ao governo destas sociedades, a definir em legislação especial, será o envolvimento formal dos trabalhadores na fase de constituição da sociedade, com o objectivo de assegurar aos respectivos representantes mecanismos de participação nas decisões a tomar no interior da empresa (matéria constante da Directiva 2001/86/CE, de 8 de Outubro, que completou o estatuto da “sociedade europeia” quanto a esta matéria).

¹⁰⁷ V. Artºs 13 e 27 do CVM.

(i). Deveres de Informação e Meios de Divulgação

Atendendo a que a natureza das sociedades abertas impõe especial atenção à informação pública e transparência da respectiva vida societária, o CVM é particularmente exigente quanto aos deveres informativos atribuídos àquelas, bem como quanto aos meios de divulgação da informação devida.

Desde logo, a própria qualidade de sociedade aberta deve ser mencionada em todos os actos externos da sociedade¹⁰⁸.

Por outro lado, os emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa têm o dever de publicar, em determinadas condições, o relatório e contas anuais, informação semestral e trimestral sobre a sua actividade e resultados e quaisquer outros factos relevantes susceptíveis de influir no preço das acções¹⁰⁹.

Desenvolvendo e regulando esta matéria, o *Regulamento da CMVM n.º 4/2004* fixou o extenso elenco de factos relativos às sociedades com o capital aberto e aos emitentes de valores mobiliários que devem ser divulgados publicamente, com carácter permanente ou periódico, conforme a sua natureza.

Aquele Regulamento determina igualmente quais os meios a utilizar na divulgação da informação obrigatória.

De assinalar que, embora se permita às sociedades emitentes optar por meios alternativos de divulgação, prevê-se que, em qualquer caso, a informação seja sempre difundida também pelo “sistema de difusão de informação” (electrónico) da CMVM, visando “a sua maior acessibilidade a todos os potenciais destinatários”¹¹⁰.

(ii). Deveres de Comunicação

O CVM impõe igualmente aos titulares de participações qualificadas em sociedades abertas o dever de comunicação à CMVM de determinados factos relacionados com a sua participação nos direitos de voto, de modo a reforçar a transparência do controlo daquelas sociedades.

Dentro desta orientação, as participações qualificadas, bem como os acordos parassociais tendo por objecto participações qualificadas, devem ser comunicados à CMVM e, no primeiro caso, igualmente à sociedade participada e entidades gestoras de mercados¹¹¹.

¹⁰⁸ São actos externos os contratos, correspondências, publicações, anúncios e, de um modo geral, toda a actividade externa das sociedades (Art.º 171 do C.S.C.).

¹⁰⁹ V. Art.ºs. 244 a 249 do CVM.

¹¹⁰ V. Art.º 367 do CVM e Art.º 1.º, do Regulamento n.º 4/2004.

¹¹¹ O CVM define também, para efeitos de cômputo das participações qualificadas, a imputação dos direitos de voto e o conceito de “relações de domínio” e de “grupo” (Art.ºs 20 e 21 do CVM).

(iii). Auditores

Invocando a indispensabilidade de se assegurar qualidade e fiabilidade à informação financeira prestada ao mercado de valores mobiliários, o CVM exige o parecer ou relatório de auditor registado na CMVM sobre toda a informação financeira contida em documento de prestação de contas (relatório de gestão, balanço e demonstração de resultados, demonstração de fluxos de caixa), estudo de viabilidade ou outros que:

- devam ser submetidos à CMVM;
- devam ser publicados no âmbito do pedido de admissão à negociação em mercado regulamentado;
- respeitem a instituições de investimento colectivo.

Só podem ser registados na CMVM, para o efeito, as sociedades de revisores oficiais de contas e os revisores de contas em nome individual que disponham dos meios necessários para assegurar a sua idoneidade, independência e competência técnica.

Quer os revisores de contas, quer as sociedades revisoras, quer quaisquer outras pessoas que assinem os relatórios ou pareceres são, solidária e ilimitadamente, responsáveis por quaisquer danos causados por deficiências daqueles documentos¹¹².

Concretizando os princípios acima referidos, o Regulamento da CMVM nº 6/2000, de Março de 2000, regulou em pormenor as condições de registo naquela Comissão e os deveres dos auditores das sociedades cotadas, assim como o conteúdo dos respectivos relatórios e pareceres.

Para efeitos de registo, é exigido um extenso conjunto de requisitos com o objectivo de preservar a independência dos auditores, entre os quais limites quantitativos mínimos para a respectiva situação patrimonial líquida, volume de negócios (no caso de sociedades) e honorários totais (no caso de revisores individuais). Estabelece-se também uma percentagem máxima para a contribuição de cada cliente no total do volume dos negócios da sociedade revisora e no total dos honorários do revisor em nome individual¹¹³.

Entre os deveres dos auditores, sobressai o dever de comunicação imediata à CMVM de factos respeitantes à sociedade emitente a quem presta serviço, susceptíveis de configurar crime ou ilícito de ordenação social, de afectar a continuidade da actividade da sociedade ou de justificar reservas, escusa de opinião, opinião contrária ou impossibilidade de emissão de parecer¹¹⁴.

¹¹² V. Artºs 7 a 10 do CVM.

¹¹³ V. Artº 6 do Regulamento nº 6/2000.

¹¹⁴ V. Artº 5 do Regulamento nº 6/2000.

Relevante no domínio do bom governo societário é ainda a proibição, imposta pelo referido Regulamento, de os auditores registados na CMVM e seus cônjuges serem beneficiários de vantagens particulares ou deterem valores mobiliários emitidos pelas entidades a quem prestam serviços¹¹⁵.

(iv). Investidores

A protecção dos interesses dos investidores não-institucionais nas sociedades abertas constitui objectivo relevante no quadro do CVM, tendo desde logo expressão no princípio do tratamento igual dos titulares de valores mobiliários pertencentes à mesma categoria¹¹⁶.

Em capítulo pela primeira vez dedicado a investidores num diploma desta natureza, o CVM distingue entre “investidores institucionais” e “não-institucionais”¹¹⁷, prevendo para estes últimos um conjunto de mecanismos destinados à defesa dos respectivos interesses: a “acção popular”, o serviço de mediação voluntária de conflitos em que estejam envolvidos e a constituição de fundos de garantia para ressarcimento de danos resultantes da actuação de intermediários financeiros.

Em outro plano, é imposto o dever de lançamento de oferta pública de aquisição da totalidade das acções e outros valores mobiliários, em condições e com contrapartida definidas, a quem adquira participação em sociedade aberta que ultrapasse determinada percentagem dos direitos de voto correspondentes ao capital social¹¹⁸.

Permite-se, além disso, a quem ultrapasse, após o lançamento de oferta pública de aquisição geral, 90 por cento dos direitos de voto, a aquisição das acções remanescentes. Se esse direito não for exercido, podem os titulares das acções remanescentes, por sua iniciativa, promover a venda dessas acções ao sócio dominante¹¹⁹.

Quanto aos investidores institucionais, as normas de maior relevância que lhes são destinadas em matéria de governo societário constam de outros diplomas e reflectem o reconhecimento da sua potencial influência no governo das sociedades de que são accionistas, o risco de conflitos de interesses com entidades com quem se encontrem em relação de grupo ou de domínio, a necessidade de níveis adequados de exposição nas sociedades participadas e a transparência de actuação enquanto accionistas.

¹¹⁵V. Artº 11 do Regulamento nº 6/2000.

¹¹⁶ V. Artº 15 do CVM.

¹¹⁷ V. Artº 30 do CVM. São investidores institucionais as instituições de crédito, empresas de seguros, empresas de investimento, instituições de investimento colectivo e fundos de pensões e respectivas sociedades gestoras, além de outras instituições financeiras autorizadas ou reguladas.

¹¹⁸ V. Artºs. 187 e seguintes do CVM.

¹¹⁹ Artºs. 194 e 196 do CVM.

Assim, nas suas “Recomendações sobre o governo das sociedades cotadas” (ver adiante 3.3.(f)), a CMVM, reconhecendo o papel positivo que os investidores institucionais podem assumir no desempenho das sociedades cotadas, recomenda a estes investidores a utilização diligente, eficiente e crítica dos direitos inerentes aos valores mobiliários cuja gestão lhes está confiada¹²⁰.

Além disso, no “*Regime jurídico dos organismos de investimento colectivo*”¹²¹, impõe-se às entidades gestoras de fundos de investimento mobiliário o dever de actuar de modo independente e no interesse exclusivo dos participantes, em obediência ao princípio da divisão de risco. E estabelecem-se também limitações ao exercício, por parte daquelas entidades, dos direitos de voto inerentes aos valores mobiliários por elas detidos, visando evitar a prevalência dos interesses da entidade com quem a entidade gestora se encontra relacionada¹²².

Fixam-se ainda diversos limites de exposição dos fundos de investimento mobiliário, designadamente por entidade, por grupo e por organismo de investimento colectivo¹²³.

O objectivo da transparência de actuação é traduzido na obrigação que impende sobre as entidades gestoras de comunicarem à CMVM e ao mercado a justificação do sentido do direito de voto exercido quanto às acções da carteira dos fundos de investimento que gerem¹²⁴.

(v). Exercício do Direito de Voto

A propósito das disposições do CSC que regulam o direito de voto, referiu-se que o CVM passou a admitir, nas assembleias gerais das sociedades abertas, o seu exercício por correspondência.

Esse direito – que pode ser afastado pelos estatutos da sociedade, mas não quanto à alteração dos próprios estatutos e à eleição dos titulares dos órgãos sociais – deve ser expressamente mencionado, e o seu exercício regulado, na convocatória das assembleias gerais¹²⁵.

Em “*Recomendações relativas ao exercício do voto por correspondência*”, datadas de 2001, a CMVM publicou um conjunto de indicações práticas quanto a preparação, exercício e valoração daquela modalidade de voto, com o expresso objectivo de “*reforçar os mecanismos de boa prática do governo societário*”.

Especial relevância, pela sua actualidade, assume o exercício do direito de voto por correspondência electrónica, que as citadas “Recomendações” admitem, realçando

¹²⁰ V. Capítulo V, Recomendação nº 11 das “Recomendações sobre o governo das sociedades cotadas”.

¹²¹ Aprovado pelo Decreto-Lei nº. 252/2003, de 17 de Outubro.

¹²² V. Artº. 33 do Decreto-Lei nº. 252/2003.

¹²³ V. Artº. 49 do Decreto-Lei nº. 252/2003.

¹²⁴ V. Artº. 74 do Decreto-Lei nº. 252/2003.

¹²⁵ V. Artº. 22 do CVM.

embora a necessidade de a sociedade dispor de meios técnicos para verificar a sua autenticidade, garantir a integridade e confidencialidade do seu conteúdo e assegurar a sua recepção com elevado nível de segurança e fiabilidade¹²⁶.

3.3 RECOMENDAÇÕES SOBRE O GOVERNO DAS SOCIEDADES COTADAS E REGULAMENTO Nº 7/2001 DA CMVM

Complementando as disposições, de natureza legislativa, do CSC e do CVM, as *Recomendações*¹²⁷ e o *Regulamento nº. 7/2001*¹²⁸, emitidos pela CMVM e tendo por destinatárias as sociedades cotadas, constituem actualmente, em conjunto, as peças centrais do quadro regulamentar e recomendatório nacional relativo ao governo das sociedades.

A sua publicação, como se referiu no início deste capítulo, deveu-se essencialmente à necessidade sentida, face ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, de definir regras relativas à estrutura e controlo das sociedades abertas ao investimento público, com a finalidade de otimizar o seu desempenho, acautelando os interesses de todas as pessoas e entidades envolvidas na actividade societária.

Existe estreita relação entre os dois diplomas, pois, como já atrás se mencionou, o Regulamento nº. 7/2001 impõe às sociedades cotadas não só o dever de indicarem discriminadamente – em relatório anual sobre o governo da sociedade obedecendo a modelo pré-definido – quais as recomendações adoptadas e não-adoptadas e os motivos da não-adoção (*“comply or explain”*)¹²⁹, como um extenso conjunto de informações que utilizam como quadro de referência aquelas recomendações.

O Regulamento nº. 7/2001 tem, contudo, âmbito mais alargado, na medida em que institui deveres informativos a cargo das sociedades cotadas sem correspondência nas

¹²⁶ Há a assinalar o processo de revisão, em 2005, do CVM, visando transpor para o ordenamento jurídico português a Directiva nº 2003/6/CE (*“Directiva sobre abuso de mercado”*, atrás mencionado na Parte II.4.2) e as directivas que estabeleceram as modalidades de aplicação daquela.

No que mais directamente se relaciona com o governo das sociedades, cumpre destacar, nessa revisão, a regulação mais completa dos crimes contra o mercado, incluindo o do abuso de informação privilegiada; a divulgação pública, pelas sociedades cotadas, de toda a informação privilegiada que lhe diga respeito, susceptível de influenciar o preço dos valores mobiliários por elas emitidos; a informação à CMVM, por parte dos membros dos órgãos de administração e fiscalização e dos quadros superiores com acesso a informação privilegiada, de todas as transacções que efectuem com valores mobiliários da sociedade.

Estipula-se, além disso, a apreensão dos benefícios obtidos pelo arguido no crime de abuso de mercado, os quais serão prioritariamente afectados à reparação do lesado.

Prescrevem-se igualmente as condições em que devem ser elaboradas as “recomendações de investimento”, por parte das entidades com essa actividade, com o objectivo de assegurar o conhecimento, pelos destinatários, dos conflitos de interesse ou outras circunstâncias que possam prejudicar a objectividade dessas recomendações.

¹²⁷ A versão mais recente das “Recomendações” datava de Novembro de 2003, tendo sido antecedida pela versão inicial, de 1999, e pela versão de 2001. A CMVM vem seguindo a prática da revisão bial das “Recomendações”, nos anos ímpares, tendo assim a revisão mais recente sido efectuada no ano de 2005 (V. adiante 3.3.iii).

¹²⁸ O Regulamento nº. 7/2001 foi actualizado pelo Regulamento nº. 11/2003 e pelo Regulamento nº. 10/2005.

¹²⁹ Conforme estipulado no modelo de relatório de governo anexo ao Regulamento nº. 7/2001, as recomendações não seguidas na íntegra devem ser consideradas como não adoptadas.

“Recomendações”. O objectivo de fundo, conforme expressamente sublinhado no respectivo preâmbulo, é o de alinhar as empresas portuguesas *“com as boas práticas internacionais, por forma a renovar a confiança dos investidores no mercado de capitais português e nos modelos de governo societário neste existentes”*.

A orientação que preside à conjugação de normas acima referida é, pois, no sentido de respeitar a liberdade de escolha das sociedades cotadas em matéria de governo, transferindo para o mercado, através dos deveres de divulgação pública, a avaliação e juízo crítico sobre as opções por aquelas tomadas.

Apresenta-se seguidamente breves resumos do conteúdo dos dois diplomas.

(i). Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas

Na sua introdução, as “Recomendações” contêm um importante conjunto de reflexões sobre o tema que abordam, adoptando um conceito de governo das sociedades que informa toda a filosofia do documento e fixando o respectivo âmbito de aplicação.

O governo das sociedades é, assim, entendido pela CMVM como *“o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direcção e do controlo das sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado”* e inclui uma *“vertente interna”* (*“conjunto das regras organizativas dentro de cada sociedade cotada”*) e uma *“vertente externa”* (*“avaliação sobre o desempenho das sociedades que é feito através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado”*).

Visto que a finalidade última das “Recomendações” é contribuir para a divulgação, no mercado nacional, das boas práticas de governo societário, assinala-se na introdução que, embora aquelas sejam dirigidas às sociedades cotadas, podem igualmente ser seguidas por sociedades cujas acções não estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado.

As onze recomendações constantes do diploma, completadas por úteis notas explicativas, repartem-se por cinco capítulos (divulgação de informação, exercício do direito de voto e representação dos accionistas, regras societárias, órgão de administração e investidores institucionais), abrangendo algumas das regras mais relevantes e consensuais que têm emergido da reflexão em curso, a nível internacional, sobre o governo das sociedades.

Entre essas regras, destaca-se a da promoção do exercício do direito de voto, incluindo o voto por correspondência, através da eliminação de restrições a esse exercício. Para o efeito, indicam-se concretamente as situações em que se considera existirem restrições materiais e funcionais de exercício¹³⁰.

¹³⁰ V. “Recomendações”, Capítulo II, Recomendação n.º 2. Sobre o direito de voto e seu exercício, ver atrás, 3.1.(iii) (quanto ao CSC) e 3.2.(iv) (quanto ao CVM).

Igualmente importante é o princípio da defesa dos interesses da sociedade e accionistas quando se adoptem medidas para impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição. Consideram-se, designadamente, contrárias àqueles interesses as cláusulas defensivas que tenham por efeito a degradação do património da empresa em caso de transição de controlo ou alteração do órgão de administração¹³¹.

O órgão de administração é, contudo, o destinatário do maior número de recomendações¹³², orientadas para a defesa de princípios hoje geralmente aceites: controlo efectivo da vida societária por parte do órgão de administração, existência de pelo menos um administrador independente (não associado a grupos de interesses específicos)¹³³, existência de comissões internas de avaliação da estrutura e governo societários, alinhamento dos interesses dos administradores e dos accionistas quanto à remuneração daqueles e divulgação dessas remunerações.

Dada a crescente utilização de planos de atribuição de acções a administradores e trabalhadores (designadamente através de opções de compra) e a influência dessas atribuições, com fins remuneratórios, na situação económica das empresas, recomenda-se igualmente que as propostas apresentadas nesse sentido à Assembleia Geral sejam suficientemente completas para permitir uma correcta avaliação dos planos de atribuição¹³⁴.

No que respeita à organização interna das empresas, salienta-se a recomendação, introduzida em 2001, de existência de um sistema interno de controlo de riscos, considerado pela CMVM um meio privilegiado de assegurar um governo transparente¹³⁵.

Por último, sublinha-se a atenção atribuída à qualidade da actuação dos investidores institucionais no exercício dos direitos inerentes aos valores mobiliários de que sejam titulares ou lhes estejam confiados, matéria abordada atrás de forma integrada na descrição das disposições do CVM sobre investidores¹³⁶.

(ii). Regulamento da CMVM n.º 7/2001 sobre o Governo das Sociedades Cotadas

A disposição de maior alcance no Regulamento n.º 7/2001 reside sem dúvida na exigência, já mencionada, de as sociedades cotadas e sujeitas à lei pessoal portuguesa publicarem anualmente, em capítulo ou anexo do relatório de gestão, um relatório sobre a estrutura e práticas do governo societário, de acordo com modelo anexo ao Regulamento.

¹³¹ V. "Recomendações", Capítulo III, Recomendação n.º 4.

¹³² V. "Recomendações", Capítulo IV, Recomendações n.ºs. 5 a 10.

¹³³ O Regulamento n.º 7/2001 complementa este conceito de independência, delimitando-o pela negativa (quem não deve ser considerado administrador independente): v. respectivo Art.º. 1.º, 2.

¹³⁴ Em plano mais geral, a CMVM publicou "Recomendações" sobre transacções de acções próprias e acções equiparadas (as quais normalmente sustentam a execução dos planos de atribuição de acções), tendo em vista que tais intervenções evitem perturbações no mercado ("princípio da neutralidade"). As transacções sobre acções próprias são reguladas nos Art.ºs. 316 e seguintes do Código das Sociedades Comerciais.

¹³⁵ V. "Recomendações", Capítulo III, Recomendação n.º. 3.

¹³⁶ V. "Recomendações", Capítulo V, Recomendação n.º. 11 e, atrás, Capítulo III.B.3.

Destinando-se o referido modelo, como se referiu atrás, a fornecer informação detalhada ao mercado sobre as opções livremente tomadas pelas sociedades cotadas quanto às regras de bom governo, a CMVM entende a elaboração destes relatórios, não como o “preenchimento mecânico” de um inquérito, mas como uma oportunidade para um “exercício de reflexão crítica e tomada de posição”, pelas sociedades subscritoras, “sobre as sãs práticas do governo das sociedades”¹³⁷.

Esta orientação tem tanto mais significado quanto é certo que a informação a prestar nestes relatórios incide sobre um extenso elenco de matérias de governo, cobrindo todos os principais aspectos da estrutura e controlo das sociedades ligados a este tema.

Outra indicação relevante constante do Regulamento respeita ao conceito de “administrador independente” (a utilizar pelas empresas na informação a constar nos relatórios de governo), o qual é delimitado pela negativa e de forma não exaustiva¹³⁸.

Além dos deveres de informação que decorrem do modelo do relatório, o Regulamento impõe ainda algumas outras obrigações, também de natureza informativa, quer a cargo das sociedades cotadas, quer dos membros do órgão de administração¹³⁹.

Entre esses deveres, sobressai o de as sociedades cotadas manterem acessível, em sítio próprio na Internet, um conjunto importante de informações sobre a sua própria identificação e vida societária (entre eles, os estatutos, a identidade dos titulares dos órgãos sociais, os documentos de prestação de contas, as convocatórias para as assembleias gerais e as correspondentes propostas para discussão e votação).

(iii) Revisão do Enquadramento Normativo do Governo das Sociedades

Dando seguimento à prática da revisão bienal das suas “Recomendações” nos anos ímpares, a CMVM levou a efeito, em 2005, uma reapreciação das disposições, quer daquelas “Recomendações”, quer do Regulamento nº 7/2001¹⁴⁰.

¹³⁷ V. Ponto A (“Instruções para a elaboração do relatório”) do Anexo ao Regulamento nº. 7/2001.

¹³⁸ V. Artº. 1º,2 do Regulamento nº. 7/2004. Segundo esta disposição, não são considerados independentes os administradores associados a grupos de interesses específicos na sociedade, incluindo os que estejam nas seguintes situações: funções em órgão de administração de outra sociedade que exerça domínio sobre aquela; detenção de participação qualificada igual ou superior a 10 por cento do capital ou direitos de voto da sociedade ou de outra que sobre ela exerça domínio; funções de administração ou vínculo contratual em empresa concorrente; remuneração auferida da sociedade ou de outra que sobre ela exerça domínio (excepto como administrador); cônjuge, parente ou afim em linha recta até ao 3º grau das pessoas atrás referidas. O órgão de administração deve ainda ajuizar da independência dos seus membros perante quaisquer outras circunstâncias concretas.

¹³⁹ Quanto a estes deveres, v. Artº. 2º (informação à CMVM sobre planos de atribuição de acções e de opções de compra de acções), Artº. 3º (informação à CMVM sobre transacções de acções entre administradores e a respectiva sociedade ou sociedade dominante) e Artº. 3º.A (sítio na Internet) do Regulamento nº. 7/2001.

¹⁴⁰ V. “Actualização das Regras de Governo das Sociedades e de Deveres de Prestação de Informação Financeira”, Consulta Pública nº 8/2005, CMVM.

Esta revisão teve essencialmente por objectivo o acolhimento na ordem jurídica portuguesa, com as necessárias adaptações à realidade nacional, de normas constantes de duas Recomendações da Comissão Europeia, publicadas já posteriormente à revisão bienal de 2003: a *Recomendação n.º 2005/162/CE*, sobre o papel dos administradores não-executivos, e a *Recomendação n.º 2004/913/CE*, sobre a remuneração dos administradores¹⁴¹.

Apesar da sua natureza recomendatória, estes dois diplomas comunitários, como atrás se descreveu no Capítulo II, contêm importantes orientações sobre o governo das sociedades, que os Estados membros da União Europeia são convidados a adoptar até 30 de Junho de 2006.

Foram igualmente tidos em consideração, na mencionada revisão, os *“Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades”*, na versão publicada em 2004 por aquela Organização, igualmente descrita atrás no Capítulo II.

Todas as alterações elaboradas pela CMVM foram submetidas a escrutínio público, a fim de permitir aos agentes de mercado pronunciarem-se sobre as opções consideradas.

A relevância de que se revestiu esta iniciativa da CMVM, no contexto do quadro regulamentar português que atrás se descreveu, justifica que se assinalem as principais orientações aprovadas.

Entre as alterações mais significativas, conta-se a recomendação de que o órgão de administração inclua um número suficiente de administradores não-executivos, que acompanhem e avaliem a gestão dos membros executivos, e que entre aqueles exista um número suficiente de administradores independentes¹⁴². Admite-se, contudo, a possibilidade de titulares de outros órgãos sociais desempenharem aquele mesmo papel, se as suas competências de fiscalização forem equivalentes e exercidas de facto¹⁴³.

No domínio da política de remunerações e sua divulgação, recomenda a CMVM que, quando exista uma Comissão de Remunerações nomeada pela Assembleia Geral de accionistas, essa comissão passe a submeter anualmente à apreciação da assembleia uma declaração sobre a política de remunerações dos órgãos sociais.

Relativamente ao “relatório anual sobre as práticas ligadas ao governo da sociedade”, a CMVM, através do novo Regulamento 10/2005 (que altera o Regulamento 7/2001), determina

¹⁴¹ Publicadas, respectivamente, no Jornal Oficial L-52, de 25 de Fevereiro 2005, e Jornal Oficial L-358, de 29 de Dezembro 2004.

¹⁴² Como se viu atrás, a versão anterior das “Recomendações” não estipulava a existência de administradores não-executivos (que também não é exigida legalmente) e apenas aconselhava a inclusão de pelo menos um membro independente no órgão de administração (Recomendação n.º 6).

¹⁴³ Entre as competências mínimas exigidas aos titulares de outros órgãos, a CMVM refere a selecção e fiscalização da independência dos auditores externos, as quais não cabem actualmente no perímetro de competências do Conselho Fiscal.

que a descrição da política de remuneração (já hoje exigida por aquele Regulamento) distinga os administradores executivos dos não-executivos e explicita a política da sociedade quanto às compensações negociadas ou objecto de transacção, nos casos de destituição dos administradores ou cessação antecipada dos respectivos contratos.

Igualmente impõe que a indicação da remuneração auferida pelos membros do órgão de administração, a constar do referido “relatório de governo”, passe a ser muito mais completa e detalhada, seguindo a orientação propugnada a nível comunitário.

Já em outra área de preocupações, destaca-se a nova recomendação de que as empresas adoptem e divulguem no relatório do governo uma política de comunicação interna de irregularidades ocorridas no seu interior, que inclua os meios, destinatários e tratamento dessas comunicações¹⁴⁴.

Outro tema que mereceu significativa atenção – reflectindo a relevância a ele atribuída na Recomendação da Comissão Europeia sobre o papel dos administradores não-executivos – foi o do conceito de administrador independente. Importante inflexão nesta matéria foi o facto de a CMVM ter decidido limitar a avaliação da independência apenas quanto aos administradores não-executivos, por serem os mais vocacionados para o exercício de funções de supervisão, abandonando essa avaliação em relação aos administradores executivos. Além disso, acrescenta-se um conjunto de novas situações ao elenco daquelas que, no Regulamento nº 7/2001, delimitam pela negativa aquele conceito (circunstâncias que afectem a isenção de análise e decisão; actuação em nome ou por conta de titulares com participação qualificada na sociedade ou sociedade dominante; participação qualificada ou actuação em nome ou por conta de titulares com participação qualificada em empresa concorrente; vínculo contratual com a sociedade ou sociedade dominante; percepção de remuneração pela sociedade ou sociedade dominante, ainda que esteja suspensa; relação comercial significativa, directa ou indirecta, com a sociedade ou sociedade dominante).

Ainda no âmbito directamente ligado ao governo das sociedades, mas implicando já alterações legislativas¹⁴⁵, a CMVM colocou à discussão pública a abolição da actual necessidade de bloqueio das acções para legitimação do exercício do direito de voto, sistema considerado oneroso e desincentivador daquele exercício, sobretudo por parte dos investidores institucionais e estrangeiros. Como possíveis alternativas a esse bloqueio, aquela Comissão apontou o “*sistema de reconciliação*”, assegurando informação actualizada sobre as transacções de títulos ocorridas até à data ou véspera da Assembleia Geral, e o “*sistema de data de referência*” (“*record date*”), que consiste na

¹⁴⁴ O direito de quaisquer sujeitos com interesses relevantes na sociedade comunicarem livremente as suas preocupações sobre práticas internas ilegais ou contrárias à ética, sem prejuízo dos seus direitos, foi consagrado na actual versão dos “*Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*”. V. atrás, sobre este ponto, Capítulo II, 4,1,2.

¹⁴⁵ No Código dos Valores Mobiliários.

definição de uma data, anterior à Assembleia Geral, na qual é fixada a lista de accionistas com direito a voto, independentemente da ocorrência de transacções posteriores.

Tendo a consulta pública revelado discordância quanto à abolição do bloqueio, dada a incerteza que introduziria na correspondência entre a qualidade de accionista e a legitimidade do exercício do direito de voto, esta matéria continuará a ser objecto de reflexão por parte da CMVM, tendo por pano de fundo a orientação já adoptada pela Comissão Europeia, no sentido do abandono do bloqueio e sua substituição por um sistema alternativo.

Complementarmente, a CMVM irá propor alteração legislativa para que, nas sociedades cotadas, a representação de accionistas em Assembleia Geral possa ser assegurada por qualquer pessoa jurídica com capacidade para o efeito e não apenas pelos representantes especificamente previstos no Código das Sociedades Comerciais¹⁴⁶.

Além das iniciativas atrás referidas, a CMVM anunciou publicamente, em Novembro de 2005, a intenção de propor ao Governo modificações mais profundas do quadro legal português, com o objectivo de harmonizar esse quadro legal com os desenvolvimentos mais recentes no domínio do governo das sociedades.

Dentro desta orientação – e de par com a revisão da responsabilidade e missão dos administradores não-executivos, conferindo-lhes um estatuto mais independente de fiscalizadores –, serão propostas alterações ao Código das Sociedades Comerciais, no sentido de:

- permitir três modelos alternativos na organização do governo das sociedades (Conselho de Administração, Comissão Executiva, Comissão de Auditoria e Fiscal Único; Conselho de Administração e Conselho Fiscal; Conselho Geral, Direcção e Revisor Oficial de Contas);
- redefinir o enquadramento funcional do Conselho Fiscal;
- reconfigurar o modelo dualista (redesignação do órgão de administração, alargamento do número de membros daquele órgão e do Conselho Geral e reformulação das competências deste último).

Por último, igualmente ao nível legislativo, importa assinalar a colocação pela CMVM à consulta pública, até Dezembro de 2005, do anteprojecto do diploma que assegurará a transposição para a ordem jurídica nacional da Directiva nº 2004/25/CE, relativa às ofertas

¹⁴⁶ Sobre estas matérias e no mesmo sentido, a Comissão Europeia publicou, em Janeiro de 2006, uma proposta de directiva sobre o exercício dos direitos de voto dos accionistas de sociedades com sede em outro Estado membro, atrás sucintamente descrita no Cap. II, 4.2.4. (iii). Nessa proposta, propugna-se a substituição do bloqueio de acções pelo sistema de data de referência e o voto por procuração através de qualquer mandatário com capacidade jurídica.

públicas de aquisição (v. atrás Capítulo II, 4.2.4. (iii), *Concretização dos Planos de Acção da Comissão Europeia*). Embora o Código dos Valores Mobiliários, na sua versão actual, já tenha acolhido, em grande medida, as soluções consagradas naquela Directiva e, em particular, os seus princípios gerais (Artº 3º da Directiva), a prevista transposição traduzir-se-á em diversas alterações e aditamentos àquele diploma. Em relação a matérias em que a Directiva atribui discricionariedade aos Estados membros, prevê-se no anteprojecto, a manutenção da limitação dos poderes do órgão de administração em relação a operações de carácter excepcional no decurso de uma OPA e o carácter voluntário da suspensão da eficácia de restrições em matéria de transmissão de valores mobiliários e direitos de voto.

IV. PRÁTICAS DE GOVERNO DAS PRINCIPAIS EMPRESAS

1. INTRODUÇÃO

No presente capítulo procura-se inventariar e caracterizar as práticas de governo das principais empresas portuguesas. Embora muitas das matérias que se englobam sob a designação de governo das sociedades possam ser úteis também a empresas não cotadas, é relativamente às empresas abertas ao investimento do público que o problema se coloca com mais acuidade¹⁴⁷. Donde, e atendendo à natureza do presente livro, não faria sentido extravasar do contexto das empresas cotadas. É sobre estas que o presente trabalho se debruça, dedicando especial atenção à caracterização das dez maiores empresas¹⁴⁸.

As razões pelas quais é dado um especial enfoque às dez maiores empresas são duas: i) por um lado, para o conjunto das empresas cotadas já existe um trabalho de caracterização das respectivas práticas de governo, que é concretizado periodicamente pela CMVM, e que aqui é incluído, ainda que sob a forma de síntese; ii) por outro lado, porque o nível de profundidade com que se pretendeu realizar esta análise, e a metodologia adoptada – baseada em entrevistas, em análise dos relatórios das empresas e informações adicionais por elas disponibilizadas – impuseram uma ponderação entre o número de empresas abrangidas e a economia do trabalho, no que se refere à sua oportunidade e exequibilidade.

2. GRAU DE CUMPRIMENTO DAS RECOMENDAÇÕES DA CMVM

Com base na informação disponível nos relatórios e contas das empresas cotadas no mercado de cotações oficiais (*Euronext Lisbon*), a CMVM elabora desde 2002 estudos que visam aferir o grau de cumprimento das suas próprias recomendações sobre o governo das sociedades¹⁴⁹.

Assim, em 2005, aquela Comissão procedeu à avaliação do cumprimento das recomendações¹⁵⁰ por parte das empresas cotadas¹⁵¹, utilizando exclusivamente para o

¹⁴⁷ Note-se, aliás, que o grau de difusão do conceito de «corporate governance» e das suas implicações é muito baixo entre o tecido empresarial português não cotado. De acordo com um inquérito realizado aos associados da ACEGE – Associação Cristã de Empresários e Gestores, de um total de 138 respondentes, num universo de 450 inquiridos, apenas 54% declararam conhecer os objectivos subjacentes à problemática da «corporate governance».

¹⁴⁸ Aferida a sua dimensão pela capitalização bolsista à data do início dos trabalhos.

¹⁴⁹ Recorde-se que as “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas” se encontram resumidas no Cap. III, ponto 3.3.(i).

¹⁵⁰ Recomendações da CMVM na versão de 2003.

¹⁵¹ 45 empresas do Mercado de Cotações Oficiais e 4 empresas do Segundo Mercado.

feito os relatórios respeitantes ao exercício de 2004, em especial na parte relativa ao governo das sociedades.¹⁵²

Considera-se de interesse fazer-se uma breve referência às conclusões obtidas, na medida em que transmitem, com relativa actualidade, o nível de adesão de um significativo conjunto de empresas ao figurino de bom governo proposto pela CMVM, dando um sinal sobre a sensibilidade dessas mesmas empresas aos principais temas do governo das sociedades.

Uma das principais conclusões que a CMVM considera poder extrair-se da análise efectuada é precisamente a de que as alterações introduzidas nas recomendações e no Regulamento nº 7/2001 tiveram a consequência positiva de permitir ao mercado, aos emitentes e à própria CMVM, proceder a uma avaliação mais rigorosa do grau de cumprimento das recomendações, tendo suscitado a elaboração de relatórios de governo mais detalhados e esclarecedores. Além disso, os resultados obtidos em 2004 — que devem ser interpretados com a ressalva de que o que se encontra descrito nos relatórios pode não corresponder rigorosamente às práticas efectivas — indicam melhorias relativamente aos anos anteriores, designadamente no que respeita à quantidade, qualidade e transparência da informação fornecida ao mercado.

A média de cumprimento das recomendações pelas sociedades cotadas no Mercado de Cotações Oficiais (M.C.O.) foi de 61,3 por cento, tendo-se revelado ligeiramente inferior (57,2 por cento) no Segundo Mercado (S.M.).

Registou-se, contudo, grande heterogeneidade no cumprimento, não existindo nenhuma sociedade que cumpra todas as recomendações.

Por outro lado, verificou-se maior cumprimento por parte das sociedades que integram o PSI 20, bem como pelas sociedades sujeitas a maior pressão da concorrência ou a um grau mais elevado de regulação (serviços financeiros, *utilities*, serviços não-cíclicos).

Uma das recomendações mais cumpridas (95,6 por cento no M.C.O. e 100 por cento no S.M.)¹⁵³ é a de que o órgão de administração seja composto por uma pluralidade de membros que orientem efectivamente a gestão da sociedade e os seus responsáveis, ao que não será estranha a natureza essencial desta regra, embora grande parte das sociedades cotadas não disponham ainda de comissão executiva.

Elevada adesão (97,8 por cento no M.C.O. e 100 por cento no S.M.) mereceu igualmente a recomendação de que sejam submetidos à assembleia geral, com todos os elementos

¹⁵² No entanto, não foi avaliado o cumprimento da Recomendação nº 11 (*“Os investidores institucionais devem tomar em consideração as suas responsabilidades quanto a uma utilização diligente, eficiente e crítica dos direitos inerentes aos valores mobiliários de que sejam titulares ou cuja gestão se lhes encontre confiada, nomeadamente quanto aos direitos de informação e voto”*) por ser dirigida aos investidores institucionais e não às sociedades cotadas, caindo fora do âmbito do Regulamento nº 7/2001.

¹⁵³ Recomendação nº 5.

necessários à sua correcta avaliação, os planos de atribuição de acções e de opções a administradores e trabalhadores¹⁵⁴.

Têm também especial interesse, pelo seu significado, os resultados obtidos relativamente à recomendação de que as remunerações dos administradores permitam o alinhamento dos interesses daqueles com os da sociedade e sejam divulgadas anualmente em termos individuais¹⁵⁵. Com efeito, de acordo com critérios definidos pela CMVM, um número elevado de empresas assegura o pretendido alinhamento de interesses, mas ao considerar-se também a divulgação individual das remunerações, o grau de cumprimento limita-se a 6,6 por cento no M.C.O. e 25 por cento no S.M. Designadamente, algumas sociedades, embora revelem a remuneração do Presidente do Conselho de Administração ou da Comissão Executiva, optaram por indicar apenas valores médios para os restantes administradores.

Relativamente a três outras recomendações, o grau de cumprimento integral revelou-se particularmente modesto.

É o caso da recomendação que defende o exercício activo do direito e voto e prescreve a eliminação de restrições a esse direito¹⁵⁶. Apenas 20 por cento das empresas no M.C.O. e nenhuma no S.M. cumprem na íntegra esta recomendação, atribuindo a CMVM este resultado, não a uma oposição generalizada à recomendação, mas ao facto de, na maioria dos casos, não estarem ainda definidos nos estatutos das sociedades prazos de bloqueio de acções ou de entrega de voto por correspondência conformes ao recomendado¹⁵⁷. Além disso, dado que o voto por correspondência é raramente exercido, as empresas não terão sentido necessidade de criar para o efeito um modelo específico de boletim de voto.

Dentro deste mesmo conjunto de recomendações, embora com nível de adesão mais elevado (46,7 por cento no M.C.O. e 50 por cento no S.M.), situa-se a que postula a criação de comissões com competência na avaliação da estrutura e governo societários¹⁵⁸. A CMVM aponta, como razões para o não cumprimento desta recomendação, a reduzida dimensão das empresas ou a não existência de órgãos específicos de apoio ao governo societário.

Em situação semelhante (44,4 por cento no M.C.O. e 0 por cento no S.M.) se encontra também a recomendação, criada apenas em 2003, de que todos os membros das comissões de fixação de vencimentos sejam independentes face aos administradores¹⁵⁹, embora a grande maioria das empresas tenha reportado a existência de uma comissão daquela natureza.

¹⁵⁴ Recomendação nº 10.

¹⁵⁵ Recomendação nº 8.

¹⁵⁶ Recomendação nº 2.

¹⁵⁷ Prazo não superior a 5 dias úteis.

¹⁵⁸ Recomendação nº 7.

¹⁵⁹ Recomendação nº 9.

Quanto às restantes recomendações – incidindo sobre a divulgação de informação societária¹⁶⁰, existência de um sistema de controlo de riscos¹⁶¹, legitimidade das medidas anti-OPA¹⁶² e independência dos membros do órgão de administração¹⁶³ –, beneficiaram, de um modo geral, de razoável grau de cumprimento, situado entre os 71 por cento e os 78 por cento no M.C.O. e os 50 por cento e 100 por cento no S.M.

A CMVM salienta, por outro lado, ter existido maior cuidado por parte das empresas:

- no fornecimento ao mercado do maior volume possível de informação actualizada, através do desenvolvimento de estruturas e tecnologia adequadas;
- na descrição dos procedimentos internos de controlo de riscos e dos órgãos deles incumbidos.

De salientar, por último, que, apesar de cerca de 73 por cento das empresas no M.C.O. e todas no S.M. cumprirem integralmente a recomendação de não adoptarem medidas anti-OPA que lesem os interesses da sociedade ou dos accionistas, a CMVM alerta para que esse cumprimento foi avaliado de modo meramente formal (existência ou inexistência de cláusulas defensivas). Com efeito, as empresas podem dispor, e dispõem em alguns casos, de medidas restritivas (acções preferenciais, acordos parassociais, limites ao exercício do direito de voto) que todavia não põem em causa aqueles interesses. Contudo, a CMVM considerou não ser possível aferir do mérito dessas medidas, ou seja, se constituem ou não real impedimento ao normal funcionamento societário.

3. PRÁTICAS DE GOVERNO DAS 10 MAIORES EMPRESAS COTADAS

Na parte restante do presente capítulo procura-se identificar a evolução e as práticas actuais de governo das 10 maiores sociedades portuguesas cotadas, comparando-as, quando tal é possível, com *benchmarks* internacionais.

Este texto foi escrito com base na informação contida nos relatórios e contas – principalmente o do exercício de 2004 – dos quais o relatório sobre o governo da sociedade é parte integrante, nos elementos informativos adicionais facultados pelas empresas em resposta a um pedido de informação e, pontualmente, na consulta ao website institucional das respectivas empresas.

Adicionalmente foram conduzidas entrevistas com pessoas com relevantes responsabilidades nesta área em cada uma das sociedades objecto de análise: com o

¹⁶⁰ Recomendação n.º 1.

¹⁶¹ Recomendação n.º 3.

¹⁶² Recomendação n.º 4.

¹⁶³ Recomendação n.º 6.

Eng.º João Melo Franco, – Administrador – PT; Eng.º Francisco de la Fuente Sánchez, Presidente CA – EDP; Dr. Paulo Teixeira Pinto, Presidente CA – BCP; Dr. Rui Silveira, Administrador e Dr. João Gomes da Silva, Assessoria Jurídica do CA (BES); Dr. Artur Santos Silva, Presidente CA – Banco BPI; Dr. Vasco José de Mello, Presidente CA – Brisa; Dr.ª Filipa Saraiva Mendes, Gabinete de Relações com Investidores – Cimpor; Sr. Elísio Soares dos Santos, Presidente CA – Jerónimo Martins; Eng.º Zeinal Bava, Presidente CE e Dr. Francisco Silva Nunes, Director de Reporte e Consolidação – PTM e Dr. David Bain, Corporate Governance Advisor – Sonae.

A análise e conclusões apresentadas neste capítulo baseiam-se na informação disponível relativa a 31 de Dezembro de 2004, actualizada, sempre que relevante, com os desenvolvimentos ocorridos entre essa data e a data de publicação deste estudo. Os critérios da CMVM referidos ao longo deste capítulo são, consequentemente, os que decorriam das recomendações e regulamentos em vigor naquela data.

A indisponibilidade de séries históricas adequadas prejudicou, em muitos casos, a análise evolutiva; o reduzido nível de *disclosure* praticado pelas empresas sobre o *curriculum* e funções efectivamente desempenhadas pelos administradores não executivos limitou fortemente a análise do seu efectivo papel nas respectivas sociedades; finalmente, a dificuldade em encontrar estudos internacionais de natureza descritiva compatíveis com o que aqui se apresenta e a dispersão de critérios observada limitou a comparação com *benchmarks* internacionais.

3.1 MECANISMOS DE ADMINISTRAÇÃO

3.1.1 Conselhos de Administração

(i) Situação Actual e Evolução da Dimensão dos Conselhos de Administração

A dimensão dos Conselhos de Administração (CA) das sociedades em análise tem vindo a aumentar, em termos médios, ao longo dos últimos 10 anos. Esse facto está, em grande parte, associado à inclusão que se tem vindo a registar de administradores não executivos no órgão de administração, quer em representação de accionistas de referência, quer como “independentes”, acompanhada, por via de regra, pela delegação numa Comissão Executiva (CE) da gestão corrente da sociedade. Esta última evolução tem maior expressão entre 1999 e 2004.

DIMENSÃO DOS CA E PREVALÊNCIA DE CE

	1994*	1999	2004
N.º de Membros do Conselho de Administração (média)	9	11	15
Sociedades com Comissão Executiva (%)	38	60	90%
N.º de Membros da Comissão Executiva (média)	6	7	6
N.º de Observações (empresas)	8	10	10

* Em 1994 o Banco Português de Investimento, S.A., que viria a dar origem ao actual Banco BPI, adoptou um modelo dualista de governo, com um Conselho Geral e uma Direcção exclusivamente composta por elementos executivos. Para efeitos de análise da existência e composição, considerou-se este órgão como equiparado a CE.

No final de 2004, o número médio de elementos do CA era de 15. Em 1999, este número ascendia a 11 e em 1994 era de apenas 9. Em 2004, o CA com maior número de membros era o do BES (31), enquanto os CA da Jerónimo Martins, Sonae e BCP, com 9 elementos cada, se situavam como os de menor dimensão. A dimensão dos CA poderá estar associada, entre outros aspectos, ao *free float*, grau de disseminação do capital e à existência (ou não) de accionistas maioritários.

De acordo com um estudo recentemente publicado,¹⁶⁴ o número médio de membros do *Board* (CA) é de 14 na Europa Continental (onde a cultura e práticas de mercado e as estruturas jurídicas são, certamente, mais próximas da realidade portuguesa), 9 no Reino Unido e 11 nos EUA.

(ii) Evolução da Estrutura do Órgão de Administração – Executivos vs Não-Executivos

Em 1994, apenas 38 por cento das sociedades analisadas (3 em 7) tinham optado por um modelo de governo que compreendia a existência de uma CE. Em 1999 essa percentagem era de 60 por cento (6 em 9); e, em 2004, atingia os 90 por cento (apenas o BCP não seguia esse modelo, sendo o seu CA é integralmente constituído por membros executivos.)

Em 2004 a percentagem de administradores executivos – leia-se membros das respectivas CE – nos CA era de 41 por cento¹⁶⁵, representando assim os não-executivos 59 por cento. Ainda em 2004, as CE das 9 sociedades com este órgão eram, em média, compostas por 6 membros, valor praticamente igual aos de 1994 e 1999 (6 e 7, respectivamente), ressalvando-se, no entanto, a diferença do número de observações disponíveis (7 em 1994 e apenas 10 em 2004).

¹⁶⁴ Deutsche Bank (2005).

¹⁶⁵ Não foi possível determinar o correspondente peso em 1994 e 1999, por não se dispor da repartição relevante para as sociedades sem CE.

(iii) Proporção de Independentes

(iii.a) Proporção de Independentes de Acordo com o Critério da CMVM

Em 2004, em termos médios para as sociedades analisadas que adoptaram o critério da CMVM¹⁶⁶, a proporção de administradores do CA qualificados como independentes pelas respectivas sociedades, de acordo com os critérios daquela autoridade de supervisão em vigor em 2004 (que não consideram o exercício de funções executivas motivo para a qualificação como “não-independente”), era de 63 por cento.

Os CA com maior proporção de independentes são os do BPI, PT e Cimpor, com uma proporção de 3 para 4. Por outro lado, o CA onde os administradores independentes têm menor peso relativo é o da Sonae, com uma proporção de 1/3. Caso particular é o do BCP, única sociedade em que o Conselho de Administração é composto exclusivamente por executivos.

Se se considerassem os administradores executivos como não-independentes – como é norma em outros mercados, designadamente o norte-americano, embora a CMVM não tenha adoptado tal critério na actualização, em 2005, do conceito de administrador independente, dado ter restringido esse conceito aos administradores não-executivos – –, o peso relativo dos independentes nos CA seria de cerca de um terço.

(iii.b) Proporção de Independentes de Acordo com o Critério das Próprias Empresas

Das 10 sociedades em análise, apenas a PT optou por definir uma grelha de critérios distinta da estabelecida pela CMVM, quanto à qualificação como não-independentes de membros do CA. A saber:

- detenção directa de participações qualificadas (iguais ou superiores a 2 por cento do capital) ou exercício de funções de administração por accionistas detentores de participações qualificadas;
- integração na estrutura de gestão;
- existência de relações familiares relevantes com trabalhadores remunerados da sociedade.

De acordo com estes critérios, a PT identifica 11 administradores independentes, sensivelmente metade do respectivo CA.

¹⁶⁶ Excluiu-se a Portugal Telecom. Esta sociedade adoptou critério distinto do da CMVM, afirmando contudo que “À luz dos critérios específicos de ausência de independência enumerados no n.º 2 do artigo 1.º do regulamento da CMVM 7/2001 todos os membros do CA da PT serão de considerar independentes, ...”.

(iii.c) Proporção dos Não-Executivos Independentes Relativamente aos Executivos

O peso relativo, no CA, dos administradores não executivos qualificados como independentes (35 por cento) é, em termos médios, muito semelhante ao dos administradores executivos (30 por cento)¹⁶⁷.

(iii.d) Proporção de Independentes Relativamente aos Accionistas e aos Executivos

Das sociedades analisadas, apenas o BPI, o BES, a Cimpor, a Brisa e a PT explicitam o motivo subjacente à decisão de qualificar um dado administrador como não-independente, utilizando as três primeiras empresas, para o efeito, os critérios estabelecidos pela CMVM, e as outras duas os seus próprios critérios.

Embora os referidos dados sejam manifestamente insuficientes para produzir uma análise estatística relevante para o conjunto das sociedades em análise, é de considerar que uma parte não despreciable dos administradores qualificados pelas sociedades como independentes, não são, em boa verdade, totalmente independentes de alguns accionistas relevantes. Donde, não se pode ter como dado adquirido – antes parecendo poder concluir-se o contrário – que a proporção de verdadeiros administradores independentes nos conselhos de administração esteja de acordo com o peso dos accionistas minoritários anónimos no capital accionista.

(iv) Multiplicidade de Cargos

(iv.a) Cargos de Administração/Gerência Exercidos pelos Executivos em Outras Sociedades (Fora do Perímetro dos Respective Grupos)

Em 31 de Dezembro de 2004, os Presidentes das Comissões Executivas (PCE) (primeiro responsável executivo, em relação ao qual a questão de uma eventual sobrecarga de funções se coloca com maior acuidade) das 10 sociedades analisadas exerciam funções de Administração, em média, em 2,5 outras sociedades exteriores aos perímetros dos respectivos grupos; em 3 casos os PCE não exerciam quaisquer outros cargos de administração; numa das sociedades o PCE exercia funções de administração em outras 8 sociedades (máximo observado).

No que se refere aos restantes administradores executivos, o número médio de cargos de administração desempenhados em sociedades¹⁶⁸ exteriores aos perímetros dos respectivos grupos é de 1,2; em 4 das 10 sociedades existem administradores que desempenham mais do que dois cargos de administração nessas circunstâncias, sendo o

¹⁶⁷ Esta estatística é muito influenciada pela circunstância de o CA do BCP (com 9 membros) ser composto, exclusivamente, por executivos. Para o conjunto das outras 9 empresas em análise, o peso relativo, no CA, dos executivos e dos não-executivos independentes é, em média, de 22% e 38%, respectivamente.

¹⁶⁸ As empresas analisadas reportam informação sobre cargos desempenhados com base em critérios não homogéneos, designadamente quanto à natureza dos cargos e tipos de entidades relevantes; tal facto é susceptível de limitar a análise e respectivas conclusões. Não se obteve informação para períodos anteriores a 2004 que permitisse realizar uma análise evolutiva.

máximo, numa das empresas, de 9. Cerca de 50 por cento dos administradores executivos do conjunto das 10 sociedades não exercem qualquer cargo de administração fora do perímetro do respectivo grupo.

O quadro acima descrito não permite concluir, de uma forma geral, que exista sobrecarga de responsabilidades indiciadora de prejudicar o cabal desempenho das funções de gestão nas sociedades em análise, em especial no que aos seus PCE diz respeito, sobretudo se se atender a que em muitos casos os executivos se encontram noutros *Conselhos de Administração* em representação da sociedade e, regra geral, têm funções não-executivas.

É prática comum que os principais executivos façam parte das administrações de um número relativamente elevado de sociedades pertencentes ao perímetro dos respectivos grupos (11 em média). Esta circunstância, por si só, não se afigura de molde a contrariar a conclusão acima expressa.

iv.b) Cargos de Administração/Gerência Exercidos pelos Não-Executivos em Outras Sociedades (Fora do Perímetro dos Respetivos Grupos)

O número médio de cargos de administração desempenhados em sociedades exteriores aos perímetros dos respectivos grupos pelo conjunto dos administradores não-executivos das sociedades analisadas é de 7; em 5 dessas sociedades existe pelo menos um administrador que desempenha mais do que 12 cargos e numa das sociedades um dos administradores desempenha 37 cargos nessas circunstâncias.

De acordo com o panorama acima descrito, a multiplicidade de cargos (assumidos por muitos administradores não executivos) dá lugar a uma preocupação razoável de que possa existir uma limitação significativa da disponibilidade dos referidos administradores para o desempenho das suas funções em cada uma daquelas sociedades.

(v) Rotação e Refrescamento dos Membros da Administração

Os Conselhos de Administração das sociedades em análise têm registado, ao longo dos últimos cinco anos, níveis de renovação expressivos. Em termos médios¹⁶⁹, a percentagem de administradores que exerciam funções em 31 de Dezembro de 1999 e que continuavam a exercê-las em 31 de Dezembro de 2004 era de 46 por cento. Ou seja, um pouco mais de metade dos administradores deixou de o ser durante o referido período.

Por outro lado, e conforme já atrás referido, a inclusão no Conselho de Administração de administradores não-executivos¹⁷⁰ – em representação de accionistas de referência ou independentes – contribuiu também para a renovação daquele órgão.

¹⁶⁹ Informação disponível para oito sociedades. Não se obteve informação suficiente quanto à Cimpor e PTM.

¹⁷⁰ Em sete das dez empresas em análise, o número de elementos do Conselho de Administração aumentou entre 31 de Dezembro de 1999 e 31 de Dezembro de 2004.

(vi) Funcionamento do Conselho de Administração

(vi.a) Frequência de Reunião do Conselho de Administração em 2004

Os valores observados para o número de reuniões variam significativamente de sociedade para sociedade, entre um mínimo de 4 (Brisa) e um número máximo de 34 (BCP). No entanto, importa notar que no caso do BCP, o Conselho de Administração é, para este efeito, equiparável a uma Comissão Executiva, no sentido em que todos os seus membros são executivos. A segunda empresa com maior número de reuniões é a EDP com 24; a PT realizou 14 reuniões do seu CA em 2004. Todas as outras sociedades realizaram entre 4 e 7 reuniões.

(vi.b) Duração Média das Reuniões do Conselho de Administração

Com base na informação disponível (8 sociedades) estima-se que duração média das reuniões do CA seja um pouco superior a 3 horas, oscilando entre um mínimo de 2 horas e um máximo de 4 horas (6 horas no caso do BCP).

(vi.c) Assiduidade nas Reuniões do CA

A assiduidade média dos respectivos membros às reuniões do CA deverá rondar os 90 por cento, sendo o valor mais baixo observado de 80 por cento. As respostas obtidas (8) são insuficientemente específicas quanto ao peso da figura da comparência por mandato de representação (tendencialmente mais usada por administradores estrangeiros, por razões logísticas), afigurando-se, contudo, razoável concluir que, se tal forma de comparência for considerada, a assiduidade será um pouco superior a 90 por cento.

De referir que, de acordo com um estudo internacional¹⁷¹, apenas em 26 por cento das empresas europeias abrangidas todos os administradores participam em, pelo menos, 75 por cento das reuniões.

(vi.d) Antecedência de Marcação das Reuniões do Conselho de Administração

Uma das práticas mais homogêneas no funcionamento do CA é a calendarização das suas reuniões: por regra, no final do ano, são marcadas todas as reuniões a serem realizadas no ano seguinte. Apenas uma sociedade marca as reuniões uma a uma, com uma semana de antecedência, o que deverá estar muito associado ao facto de ser uma empresa instrumental do respectivo grupo.

(vi.e) Antecedência de Distribuição de Documentação

A antecedência com que é distribuída a documentação a ser discutida no Conselho oscila entre um mínimo de dois dias e um máximo de oito dias.

¹⁷¹ Deutsche Bank (2005).

(vii) Perfil dos administradores

(vii.a) Habilitações dos Executivos

Quanto às habilitações académicas, os administradores executivos possuem, em geral, pelo menos o grau de licenciatura. A generalidade das sociedades conta com um ou mais administradores executivos com formação complementar de mestrado, MBA ou doutoramento.

Existe clara correlação entre o tipo de actividade desenvolvida pela sociedade e a formação dos seus gestores profissionais. Assim, a esmagadora maioria dos administradores executivos dos bancos detêm pelo menos o grau de licenciatura em economia/finanças (direito é a segunda licenciatura mais expressiva), enquanto que nas empresas industriais predominam os administradores com formação em engenharia.

(vii.b) Experiência dos Administradores Executivos

Em termos médios, os administradores executivos das sociedades em análise têm 23 anos de experiência no sector, colaboram há 14 anos na sociedade, 6 dos quais como administradores¹⁷². A média de idade dos administradores executivos é de 52 anos¹⁷³.

(vii) Desdobramento do Conselho de Administração em Comissões

O quadro seguinte enumera as Comissões Executivas e outras comissões/comités existentes nas sociedades em análise, criadas no âmbito do Conselho de Administração. Salvo uma excepção (BCP), estas comissões/comités são compostos, integralmente, por administradores não-executivos¹⁷⁴ todos ou maioritariamente independentes.

¹⁷² Das 10 empresas analisadas, apenas metade fornece informação a partir da qual é possível aferir – ainda assim com base em alguns pressupostos e simplificações na interpretação dos CV e na assunção de datas de entrada/saída – o número de anos de experiência dos seus gestores, quer como administradores da empresa, quer como profissionais no sector.

¹⁷³ Quanto aos administradores não-executivos, a média de idade ascende a 60 anos.

¹⁷⁴ Na Cimpor, a Comissão Consultiva Interna do Conselho de Administração para o Governo Societário e Responsabilidade Social é composta por três administradores, sendo um deles executivo. No BCP, atendendo ao modelo de governo adoptado, as comissões são todas compostas por administradores executivos e directores com funções de coordenação.

COMISSÕES / COMITÉS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

	EXISTÊNCIA DE CE?	OUTRAS COMISSÕES INTERNAS
BCP	Não	Ver nota 2
BES	Sim	Comissão de Auditoria
BPI	Sim	Comité de Auditoria e de Controlo Interno
Brisa	Sim	Ver nota 3
Cimpor	Sim	Comissão Consultiva Interna do CA para o Governo Societário e Responsabilidade Social
EDP	Sim	Comissão de Auditoria
JM	Sim	Comissão de Auditoria
PT ⁴	Sim	Comissão de Governança
PTM	Sim	Comissão de Auditoria Comissão de Estratégia
Sonae	Sim	Comité de Auditoria e Finanças Comité de Nomeação e Remunerações

1) Comissão Executiva do Conselho de Administração.

2) O modelo organizacional do BCP em vigor até 2005 não contemplava a existência de Comissões internas. O recente modelo organizacional do BCP inclui uma multiplicidade de Comitês e Comissões, todas compostas por administradores executivos e directores com funções de coordenação das áreas em questão. A saber: [relacionadas com áreas de negócio]: Comité de Coordenação Executiva de Retalho, Comité de Coordenação Executiva de Empresas e Corporate, Comité de Coordenação Executiva de Private Banking e Asset Management, Comité de Coordenação Executiva de Banca de Investimento, Comité de Coordenação Executiva de European Banking, Comité de Coordenação Executiva de Overseas Banking, Comité de Coordenação Executiva de Serviços Bancários; [onde se insere a gestão de risco]: sub-comissão de risco de crédito, sub-comissão de riscos de mercado e liquidez e sub-comissão de risco operacional; [outras]: Comissão de Acompanhamento dos Mercados e dos Governos Societários, Comissão de Formação e Desenvolvimento Profissional, Comissão de Relações Sociais e Sustentabilidade, Comissão de Riscos e Comissão de Auditoria, Segurança e AML.

3) Já em 2005 a Brisa criou, no seio do seu Conselho de Administração, duas novas Comissões: a Comissão de Governo Societário e Sustentabilidade e a Comissão de Auditoria e Gestão de Riscos.

4) A PT criou, em 28/Abr./05, no seio do seu Conselho de Administração, uma Comissão Consultiva de Remunerações constituída por três administradores não executivos independentes.

De entre as 10 sociedades analisadas, apenas o BCP adoptou um modelo de governo que não contempla a existência de uma Comissão Executiva do Conselho de Administração (CE), dado que todos os membros do Conselho de Administração são executivos. Por outro lado é de referir que também a Brisa¹⁷⁵ e a Cimpor optaram por não criar, até à data de referência deste estudo, uma Comissão de Auditoria Interna (ou equivalente) composta por administradores não executivos.

Refira-se ainda o caso particular da PTM que, sendo uma sociedade maioritariamente detida pela Portugal Telecom, entendeu que poderia beneficiar da reflexão e actividade das comissões internas instituídas no seio desta última, não tendo julgado conveniente duplicar as estruturas através da criação de comissões internas próprias.

¹⁷⁵ Já em 2005 a Brisa criou, no seio do seu Conselho de Administração uma Comissão de Auditoria e Gestão de Riscos.

Por último, é de assinalar que seis sociedades têm comissões emanadas do CA com atribuição de competências na avaliação da estrutura e governo societários, conforme recomendação da CMVM. Destas, quatro (Cimpor, Jerónimo Martins, PT e PTM) optaram por criar um órgão com essa competência específica^{176,177}, enquanto que as outras duas (BPI e Sonae) optaram por integrar essas competências em Comissões internas já existentes.

3.1.2 Comissões Executivas

(i) Dimensão e Estrutura das Comissões Executivas

A dimensão média da Comissão Executiva no conjunto das empresas analisadas é de seis elementos, sendo a moda cinco (configuração adoptada em 5 das 10 empresas), oscilando entre os três membros (Jerónimo Martins e PTM) e treze membros (BES).

(ii) Repartição de Competências entre Conselho de Administração e Comissão Executiva

A repartição de competências entre o CA e a CE está, em primeira linha, estabelecida na lei. O art.º 406 do Código das Sociedades Comerciais enumera as competências do CA e os n.º 3 e 4 do art.º 407 identificam, quais, de entre essas competências, não podem ser delegadas numa CE.

Sem prejuízo das regras de competência impostas por lei, as sociedades analisadas prestam, por regra, informação adicional sobre as competências atribuídas aos respectivos CA e CE, as quais reflectem, naturalmente, as especificidades dos negócios próprios.

Sobre a formalização da repartição de competências é seguidamente referida informação adicional a propósito das regras de funcionamento.

(iii) Modus Operandi das Comissões Executivas

(iii.a) Regras de Funcionamento

Das nove sociedades cujo modelo de governo contempla a existência de uma Comissão Executiva, apenas em três (BPI, EDP e Sonae), as regras de funcionamento do órgão se encontram vertidas formalmente em regulamento próprio. Nas demais (exceptuando uma sociedade), é possível encontrar, ao longo dos respectivos relatórios de governo das sociedades, considerações avulsas sobre o assunto.

¹⁷⁶ Já em 2005 a Brisa criou uma Comissão de Governo Societário e Sustentabilidade

¹⁷⁷ Também o BCP dispõe de um órgão com essa atribuição, mas que, dado o modelo do governo adoptado, não emana do CA, embora seja integrado por administradores.

A situação é idêntica quanto à informação relativa ao funcionamento/regulamento do Conselho de Administração. Neste caso, contudo, existem disposições estatutárias que, pelo menos em parte, se substituem à existência de um regulamento autónomo.

(iii.b) Frequência das Reuniões

A Comissão Executiva da generalidade das sociedades analisadas reúne praticamente uma vez por semana (47 vezes por ano)¹⁷⁸. A excepção é a Sonae, cuja CE reúne com periodicidade mensal. Não se obteve informação relativa à duração das reuniões.

(iv) Reporte de Informação da Comissão Executiva aos Membros do Conselho de Administração

Não se obteve informação suficiente sobre: a duração média e a frequência das reuniões; se as agendas das reuniões da CE são previamente distribuídas pelos seus membros; se os administradores não-executivos podem – e em caso afirmativo, com que frequência o fazem – assistir às reuniões da CE.

Apurou-se que, em geral, é prestada informação pelos administradores executivos aos restantes membros do Conselho, não se tendo, contudo, esclarecido se os administradores têm acesso a todos os documentos discutidos na CE.

(v) Posições Accionistas dos Membros da Comissão Executiva e Respectivas Famílias

Não foi possível obter dados seguros, com base na informação disponibilizada pelas sociedades, acerca das participações directas e indirectas dos administradores executivos no capital das respectivas empresas, em termos que permitissem identificar com rigor a real posição accionista desses administradores e respectivas famílias. As posições reportadas no relatório anual da sociedade, nos termos do artigo 447º do Código das Sociedades Comerciais, são pouco significativas – sendo o valor máximo apurado inferior a 0,5 por cento do capital social – e nada revelam quanto aos interesses dos administradores executivos de empresas de controlo familiar.

Em 5 das 10 sociedades analisadas, foi possível identificar, com base na informação disponibilizada pelas empresas, relações familiares relevantes entre membros da CE e accionistas relevantes.

¹⁷⁸ No caso do BCP, onde o CA é, para este efeito, equiparável a uma Comissão Executiva – na medida em que todos os seus membros são executivos – o número de reuniões ascende a 34 / ano.

(vi) Proposta de Estratégia

Em 50 por cento das sociedades analisadas a apresentação de propostas de estratégia ao CA faz parte, expressamente, das atribuições da Comissão Executiva¹⁷⁹. Adicionalmente, com base na informação prestada pelas empresas, é possível afirmar que a CE desempenha, de uma forma geral, um papel relevante na delineação de tais estratégias e, designadamente, na apresentação das respectivas propostas.

3.1.3 Presidência dos Conselhos de Administração e das Comissões Executivas**(i) Separação das Funções de Presidente do Conselho de Administração e de Presidente da Comissão Executiva**

No final de 2004, as funções de Presidente do Conselho de Administração (PCA) e Presidente da Comissão Executiva do Conselho de Administração (PCE) eram desempenhadas por pessoas distintas em 70 por cento das empresas em análise.

(EM 31/DEZ/04)

	PRESIDENTE C. EXECUTIVA	PRESIDENTE CONSELHO ADMINISTRAÇÃO	
		NOME	INDEPENDENTE? ²
BCP ²	Jorge Jardim Gonçalves ¹		Sim
BES	Ricardo Salgado	António Roquette Ricciardi	Não
BPI	Fernando Ulrich	Artur Santos Silva	Sim
Brisa	Vasco Maria José de Mello		Não
Cimpor	Pedro Teixeira Duarte	Ricardo Bayão Horta	Sim
EDP	João Luís Talone	Francisco Sánchez	Não
Jerónimo Martins	Luis Palha da Silva	Elísio Alexandre Soares dos Santos	Não
Portugal Telecom	Miguel Horta e Costa	Ernâni Rodrigues Lopes	Sim
PTM	Zeinal Bava	Miguel Horta e Costa	Não
Sonae	Belmiro de Azevedo		Não

1) Já em 2005, as funções de PCA e PCE foram assumidas por Paulo Teixeira Pinto, passando Jorge Jardim Gonçalves a assumir a Presidência do Conselho Superior.

2) Segundo a informação prestada pelas sociedades, de acordo com critérios fixados pela CMVM.

Este quadro reflecte a marcada evolução ocorrida nos últimos três anos, período em que se concretizou a segregação dos papéis de PCA e PCE em cinco sociedades: PT e PTM (em 2002), EDP (2003) e BPI e Jerónimo Martins (2004). Nestes dois últimos casos, esta separação inscreveu-se no processo de sucessão dos respectivos líderes.

¹⁷⁹ Contou-se para esse efeito a responsabilidade de apresentação de proposta de estratégia do CA do BCP (integralmente composto por executivos) ao Conselho Superior do Banco (órgão estatutário com funções consultivas e de parecer obrigatório para determinadas matérias, onde estão representados os accionistas de referência).

Tendo por base a qualificação como independente/não independente reportada pelas sociedades, a qual teve em conta os critérios da CMVM, três dos sete PCA que não acumulam essa função com a de PCE são independentes. Assinala-se, contudo, que nos casos da EDP, BPI e JM se trata de ex-CEO e que, neste último caso, se trata de um membro da família que detém o controlo accionista.

(ii) Comparação com Benchmarks Internacionais

De acordo com Deutsche Bank (2005), em cerca de 80 por cento das empresas europeias as funções de PCA e PCE são desempenhadas por pessoas diferentes, o que compara com 70 por cento das dez sociedades portuguesas objecto deste estudo. Por outro lado, enquanto na Europa 75 por cento daqueles PCA não podem ser considerados como independentes (apenas 25 por cento o são), em Portugal¹⁸⁰ 43 por cento dos PCA (que também não são PCE) são independentes¹⁸¹.

(iii) Papel Reservado às Duas Figuras

As responsabilidades do PCA e PCE encontram-se, em primeira linha, associadas às competências definidas para os órgãos a que presidem.

Adicionalmente, em quatro das dez empresas em análise, é prestada informação sobre as responsabilidades específicas atribuídas aos respectivos PCA e PCE. Assim, as responsabilidades do PCA consistem, de uma forma geral, em coordenar a actividade do Conselho, convocando, presidindo e exercendo voto de qualidade nas respectivas reuniões, bem como zelar pela correcta execução das suas deliberações. Compete-lhe ainda a responsabilidade de representar a Instituição perante os poderes públicos.

O papel do PCE relativamente a CE é, em muitos aspectos, semelhante àquele que o PCA desempenha no Conselho de Administração. Compete ao Presidente da CE coordenar, convocar e dirigir as reuniões da CE, assegurar a distribuição dos elementos preparatórios das reuniões pelos restantes membros e zelar pela correcta execução das deliberações tomadas.

3.1.4 Comissões de Estratégia

Apenas numa sociedade – a PT – existe uma Comissão de Estratégia, constituída por todos os elementos da CE e por seis administradores não executivos (entre os quais o Presidente

¹⁸⁰ Tomando por referência as dez sociedades em análise neste capítulo.

¹⁸¹ Na interpretação dos dados comparativos aqui apresentados, é necessário ter em consideração que as definições de independência subjacentes à classificação poderão assentar em critérios parcialmente diferentes e que tal facto pode afectar a comparabilidade.

do CA, que a preside)¹⁸². De acordo com a informação reportada pela PT, a Comissão tem as seguintes atribuições: *“Debater, analisar e apresentar recomendações sobre o plano estratégico do grupo. Pronunciar-se sobre o impacto e a eficácia do plano estratégico e das grandes decisões estratégicas tomadas, propondo eventuais ajustes. Estudar e preparar, com vista a futuro debate em Conselho de Administração, matérias sugeridas pelo Presidente do Conselho de Administração e/ou Presidente da Comissão Executiva, relativas a questões estratégicas que surjam durante o ano”*.

3.2 MECANISMOS DE CONTROLO E FISCALIZAÇÃO

3.2.1 Comissões de Auditoria

(i) Criação e Composição de Comissões de Auditoria

De entre as dez sociedades analisadas, sete (oito considerando o BCP) dispõem de uma Comissão¹⁸³ de Auditoria interna composta por administradores não executivos, maioritária ou exclusivamente independentes¹⁸⁴. Com efeito, em três sociedades (30%), esses administradores não executivos são considerados todos independentes, segundo os critérios fixados pela CMVM¹⁸⁵.

À data de referência deste estudo, apenas a Brisa¹⁸⁶ e a Cimpor não haviam optado por criar uma comissão com tais características. Nestas duas sociedades, a responsabilidade do controlo interno estava a cargo de gabinetes, direcções ou departamentos integrados na estrutura funcional de cada sociedade, que não emanavam directamente do Conselho de Administração. De salientar ainda o caso da PTM, cuja Comissão de Auditoria é a mesma da PT, dado que estas sociedades consideraram desnecessário duplicar estruturas¹⁸⁷.

¹⁸² Entre os administradores não executivos integrantes desta comissão, não se encontram administradores tidos por independentes, mas apenas administradores não executivos que representam accionistas com posições relevantes.

¹⁸³ Ou outra designação equiparável; a constituição deste órgão não decorre de uma obrigatoriedade legal, mas de uma opção de governo tomada pela sociedade.

¹⁸⁴ No BCP, dado o seu modelo de governo, existe um Conselho de Auditoria que é composto pelo Presidente do Conselho Superior, pelo Presidente do Conselho Fiscal e por um terceiro elemento designado pelo Conselho Superior mas não obrigatoriamente pertencente a este.

¹⁸⁵ Este valor é ainda assim, superior aos 16% de empresas europeias nas quais esse órgão tem tal composição- (Deutsche Bank, 2005).

¹⁸⁶ Já no decorrer de 2005 a Brisa criou, no seio do seu Conselho de Administração, uma Comissão de Auditoria e Gestão de Riscos.

¹⁸⁷ A PT detinha, em 31 de Dezembro de 2004, 57,6% do capital da PTM, sendo o seu PCE administrador executivo da PT.

ENTIDADE	ÓRGÃO	COMPOSIÇÃO DO ÓRGÃO ¹⁸⁸
BCP	Conselho de Auditoria	Presidente do Conselho Fiscal, Presidente do Conselho Superior e um terceiro elemento designado pelo Conselho Superior mas não obrigatoriamente pertencente a este.
BES	Comissão de Auditoria	Três administradores não executivos independentes.
BPI	Comité de Auditoria e de Controlo Interno	Quatro administradores não executivos, três dos quais independentes.
Brisa	–	(ver nota 1)
Cimpor	–	
EDP	Comissão de Auditoria	Três administradores não-executivos independentes.
JM	Comissão de Auditoria	Três administradores não-executivos, dois dos quais independentes.
PT e PTM	Comissão de Auditoria	Três administradores não-executivos independentes.
Sonae	Comissão de Auditoria e Finanças	Quatro administradores não executivos, três dos quais independentes.

1) Já em 2005 a Brisa criou, no seio do seu Conselho de Administração, uma Comissão de Auditoria e Gestão de Riscos.

(ii) Competências das Comissões de Auditoria

As Comissões de Auditoria das sociedades em análise são dotadas de numerosas competências em matéria de controlo interno e da gestão do risco, sendo possível reparti-las por três grandes áreas: relação com os Auditores Externos; relação com o Conselho de Administração; e outras competências.

(iii) Relação com os Auditores Externos

Uma das funções nucleares das Comissões de Auditoria nas sociedades analisadas é proceder a um acompanhamento regular da actividade dos auditores externos da sociedade. Essa responsabilidade concretiza-se de diversas formas:

- análise do conteúdo do relatório de auditoria anual, designadamente das eventuais reservas levantadas pelos auditores externos;
- aprovação e acompanhamento da execução dos programas de auditoria, procedendo nomeadamente à avaliação das recomendações de alteração de procedimentos elaboradas pelos auditores externos;

¹⁸⁸ Fonte: Relatório sobre o Governo das respectivas sociedades relativo a 2004.

- prévia aprovação de quaisquer serviços significativos que o auditor externo¹⁸⁹ se proponha prestar à sociedade que não de natureza de auditoria/revisão oficial de contas.
- nomeação e exoneração dos auditores externos, bem como fixação da respectiva remuneração;
- apreciação da objectividade, habilitação e independência dos auditores externos.

(iv) Relação com o Conselho de Administração

Compete também, de uma forma geral, à Comissão de Auditoria assistir o Conselho de Administração e a Comissão Executiva:

- no cumprimento das suas responsabilidades de supervisão dos processos de auditoria interna e externa;
- na avaliação da qualidade e integridade da informação financeira constante dos documentos de prestação de contas da sociedade;
- na análise da integridade e eficiência do sistema de controlo interno.

Compete-lhe ainda propor melhorias ao funcionamento dos sistemas internos de controlo e de auditoria interna, bem como a elaboração de relatórios da sua actividade para apreciação do CA.

(v) Outras Competências

Foi ainda possível identificar as seguintes atribuições conferidas às Comissões de Auditoria:

- Assegurar o cumprimento pela sociedade das disposições legais e regulamentares, tanto de natureza interna como externa;
- Avaliar a eficiência do Grupo no uso dos seus recursos e no estabelecimento de mecanismos de controlo que o protejam de eventuais perdas decorrentes do exercício da sua actividade (gestão de riscos);

¹⁸⁹ Ou qualquer outra entidade, nacional ou estrangeira, pertencente à mesma rede profissional integrada pelo Auditor Externo e/ou por pessoas colectivas em relação de domínio ou de grupo com o mesmo.

- Avaliar os procedimentos internos relativos à recepção e ao tratamento de reclamações e dúvidas de natureza contabilística e/ou de auditoria ou de reclamações de Clientes sistematicamente reportadas nos relatórios elaborados pela Direcção de Qualidade;
- Controlar a fiabilidade e actualidade da informação contabilística e financeira;
- Acompanhar o cumprimento dos princípios do governo da sociedade.

Em certos casos, é referido que a Comissão de Auditoria tem a faculdade de obter pareceres independentes ou contratar serviços de aconselhamento especializado ou de consultoria externa, na medida em que os considerar necessários ao desempenho das suas funções.

(vi) Comparação com Benchmarkings Internacionais

Alguma literatura académica e alguns códigos de boas práticas identificam múltiplas competências chave que deveriam ser atribuídas às Comissões de Auditoria. Em geral apontam também a importância da Comissão ser composta integralmente (ou maioritariamente) por administradores independentes. Entre essas características desejáveis para as Comissões de Auditoria, incluem-se as seguintes:

1. Assegurar a qualidade e integridade da informação financeira constante dos documentos de prestação de contas da sociedade;
2. Acompanhar o processo de divulgação de informação financeira para o mercado;
3. Analisar a completude e eficiência do sistema de controlo interno e gestão de riscos;
4. Aprovar/propor ao Conselho de Administração a nomeação ou exoneração dos auditores externos, bem como os termos da sua remuneração;
5. Apreciar a independência e objectividade dos auditores externos e da eficiência do processo de auditoria;
6. Estabelecer linhas de orientação relativas à contratação de serviços, que não de natureza de auditoria, por parte dos auditores externos, em obediência a elevados padrões de natureza ética;
7. Recomendar ao Conselho de Administração alterações de procedimentos ou outro tipo de medidas que a Comissão entenda por convenientes;
8. Salientar a percentagem dos membros da Comissão que são administradores não executivos independentes (segundo os critérios fixados pela CMVM).

Com base na informação publicada nos relatórios de governo das sociedades relativos ao exercício de 2004 e na informação complementar por estas prestada, é possível afirmar, com razoável segurança, que pelo menos em 50 por cento das sociedades (inclui o BCP) a Comissão de Auditoria inclui no âmbito das suas responsabilidades todas ou quase todas aquelas características.

RESPONSABILIDADES:	1	2	3	4	5	6	7	8
BCP	✓	–	✓	✓	✓	✓	✓	–
BES	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	100%
BPI	✓	–	✓	✓	✓	✓	✓	75%
Brisa	Não tem Comissão de Auditoria ¹							
Cimpor	Não tem Comissão de Auditoria ²							
EDP	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	100%
Jerónimo Martins	–	–	✓	✓	–	–	✓	66%
Portugal Telecom ¹⁹⁰	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	100%
PTM Sonae	✓	✓	✓	✓	✓	–	✓	75%

Obs.: “–” Significa que não é possível afirmar, com base na informação divulgada pela empresa se a responsabilidade integra o quadro de responsabilidades da respectiva Comissão de Auditoria.

1) Já em 2005, a Brisa criou uma Comissão de Auditoria e Gestão de Riscos.

2) De acordo com informação complementar prestada pela Cimpor, as funções de auditoria elencadas no quadro acima são asseguradas, naquela sociedade, por outros gabinetes, direcções ou departamentos.

3.2.2 Auditoria Interna e Auditoria Externa

(i) Criação de Auditoria Interna

Recorda-se que a recomendação n.º 3 da CMVM sobre o governo de sociedades cotadas prevê que estas devem criar um sistema interno de controlo, para detecção eficaz de riscos ligados à actividade da empresa, em salvaguarda do seu património e em benefício da transparência do seu governo societário.

As sociedades analisadas, ainda que através de modelos distintos, ou criaram estruturas próprias para o efeito (através da instituição de órgãos colegiais) ou afectaram-nas a outros departamentos integrados na organização interna da sociedade.

(ii) Auditoria Externa

(ii.a) Contratação de Auditoria Externa

A auditoria externa das dez sociedades analisadas está a cargo de três firmas de auditoria

¹⁹⁰ Por força do disposto da secção 301 do «Sarbanes-Oxley Act of 2002» a Comissão de Auditoria da PT estabeleceu um sistema de participação de irregularidades (Whistleblowing) para comunicação de práticas irregulares que possam ter reflexos nas demonstrações financeiras ou causar danos ao património de Grupo. Este sistema entrou em vigor na PT em 30/Jul/05 conforme obrigavam as regras da S.E.C.

que integram o denominado grupo das denominadas “big four”: seis sociedades (BPI, Brisa, Cimpor, PT, PTM e Sonae) recorrem à Deloitte, três sociedades (BCP, BES e EDP) recorrem à KPMG e uma sociedade recorre à PwC (Jerónimo Martins).

Relativamente a seis sociedades analisadas (BES, BCP, BPI, PT, PTM e Jerónimo Martins), constata-se que a responsabilidade pela escolha dos auditores recai sobre comissões ou comités emanados do Conselho de Administração – com excepção do BCP, onde tal competência é conferida ao Conselho de Auditoria, órgão emanado do Conselho Superior – com competências na área de auditoria interna da sociedade, os quais, posteriormente, também acompanham o desempenho das suas funções e, quando necessário, promovem a sua exoneração. Nos casos da Cimpor, EDP¹⁹¹ e da Sonae, tal poder é da competência do próprio CA.

(ii.b) Reporte dos Auditores

Conclui-se, em face do exposto, que o modelo de reporte dos auditores externos definido pelas sociedades analisadas alterna entre o reporte directo ao Conselho de Administração e, mais frequentemente, a uma Comissão de Auditoria interna por este instituída.

(ii.c) Prestação de Outros Serviços que não de Auditoria

Todas as sociedades analisadas contratam com o auditor externo a prestação de outro tipo de serviços para lá dos serviços de auditoria/revisão legal de contas. O peso destes serviços representa, em média, 44 por cento dos montantes pagos ao Auditor (e sua rede).

Em metade das 10 sociedades, o valor global pago a título de serviços de não-auditoria excede o valor pago por conta de serviços relacionados com auditoria/revisão legal de contas. Na Europa, de acordo com Deutsche Bank (2005), esse valor é, em termos médios, de 28 por cento.

¹⁹¹ Sob proposta da Comissão de Auditoria do Conselho de Administração.

	AUDITORIA E SERVIÇOS		SERVIÇOS NÃO-AUDITORIA		
	DE REVISÃO LEGAL DE CONTAS	GARANTIA DE FIABILIDADE	CONSULTORIA		OUTROS
			FISCAL		
BCP	52%	21%	9%		18%
BES	48%	8%	13%		31%
BPI	53%	9%	34%		4%
Cimpor	81%	5%	12%		2%
Jerónimo Martins	90%		10% ³		
Brisa	40%	14%	46%		0%
EDP	49%	39%	13% ¹		
Sonae	64%	2%	14%		20%
PTM	45%	28%	13%		13%
Portugal Telecom	37%	10%	10%		42% ²
Média	56%	15%	18%		16%

1) A EDP agrega em "Serviços de Consultoria" os serviços prestados a título de Consultadoria Fiscal com outro tipo de serviços de consultadoria.

2) Deste valor 2/3 dizem respeito a um projecto de CRM na TMN.

3) Pelo facto dos serviços de não-auditoria terem tido, tanto em termos relativos como absolutos, uma expressão reduzida, a Jerónimo Martins optou por agregá-los. Importa no entanto notar que, no Relatório sobre o Governo da Sociedade, são referidos expressamente, ainda que sem discriminação dos valores, quais os serviços prestados. Por outro lado, verifica-se que a contratação dos serviços de não auditoria, na generalidade das sociedades analisadas, carece da prévia aprovação do órgão ou comissão a quem reportam os auditores.

(ii.d) Rotação dos Auditores Externos

Duas sociedades (PT e EDP) expressam considerações acerca da necessidade/política de rotação dos Auditores Externos. A saber:

- a EDP defende uma política de rotação periódica (quatro ou cinco anos) dos auditores externos da sociedade;
- a PT também advoga a rotação periódica (de cinco em cinco anos), mas apenas dos *partners* e não necessariamente da empresa de auditoria.

3.2.3 Conselho Fiscal

(i) Composição do Conselho Fiscal e do Fiscal Único

Das dez sociedades analisadas, seis (BCP, BES, BPI, Brisa, Cimpor e PT) dispõem de um Conselho Fiscal para exercer a função de fiscalização da actividade social, enquanto que apenas quatro (EDP, Jerónimo Martins, PTM e Sonae) recorrem ao Fiscal Único. De entre as sociedades que dispõem de Conselho Fiscal, constatou-se que em todos os casos este órgão é integrado por apenas três membros efectivos, mas que em apenas metade de tais casos (BES, Brisa e Cimpor) foram designados dois membros suplentes, optando os restantes três (BCP, BPI e PT) por nomear apenas um suplente.

(ii) Duração dos Mandatos

Quanto à duração dos mandatos do órgão de fiscalização, verifica-se que sete (BCP, BPI, Brisa, EDP, Jerónimo Martins, PT, e PTM) têm mandatos trienais e as restantes três (BES, Cimpor e Sonae) optam por mandatos de quatro anos.

(iv) Reuniões do Órgão de Fiscalização

Nas seis sociedades em que o órgão de fiscalização é colegial, e portanto assume a configuração de Conselho Fiscal, este órgão reúne obrigatoriamente pelo menos uma vez por trimestre, seguindo a regra legal consagrada no art.º 423, n.º 1 do CSC.

Apenas o BCP e o BPI divulgaram informação sobre o número de reuniões realizadas em 2004, tendo o Conselho Fiscal do BCP reunido vinte vezes (onze reuniões ordinárias e nove extraordinárias) e o do BPI cinco vezes.

(v) Articulação com Outros Órgãos Sociais

A articulação do órgão de fiscalização com os outros órgãos sociais, designadamente o Conselho de Administração, decorre da própria lei. Além disso, nos casos do BCP e EDP, em confirmação da faculdade prevista no artigo 421, n.º 1, d), do CSC, os respectivos pactos sociais determinam que os membros do Conselho Fiscal podem assistir, sempre que o julgarem conveniente, às reuniões do Conselho de Administração.

Também o Conselho Fiscal e a Comissão de Auditoria do BES podem reunir conjuntamente, quando tal seja solicitado por esta comissão, por ser necessário ao exercício das funções de supervisão e controlo interno que lhe estão cometidas. No BCP, o Presidente do Conselho Fiscal é membro, por inerência, do Conselho de Auditoria.

(vi) Acumulação de Cargos

Por último, salienta-se que das dez sociedades analisadas, em apenas quatro (BCP, Brisa, PT e PTM) não se verifica a acumulação dos cargos de vogal do Conselho Fiscal ou fiscal único e auditor externo por parte das empresas de auditoria neste âmbito designadas para o exercício de tais funções.

Efectivamente, nas restantes empresas os auditores externos encarregados da auditoria à informação financeira contida nos documentos de prestação de contas desempenham, simultaneamente, o cargo de vogal do Conselho Fiscal ou de Fiscal Único efectivo, sendo inclusivamente representados pelas mesmas pessoas singulares no desempenho de tais cargos.

3.2.4 Sistemas de Controlo de Riscos

A gestão de riscos é muito diversa de sociedade para sociedade, devido não só à adopção de diferentes modelos organizacionais, mas também à relação directa entre os riscos e o sector de actividade em que a sociedade opera. Enquanto que, por exemplo, para os Bancos, o risco de crédito é o mais relevante, para uma empresa como a PT os riscos associados à regulação, inovação tecnológica e concorrência são os mais expressivos.

Por outro lado, o controlo e gestão de riscos é transversal nas sociedades, no sentido em que abarca diversos órgãos e departamentos e, dentro destes, diferentes níveis hierárquicos. A matriz abaixo tenta reproduzir, de forma muito resumida, os órgãos/departamentos mais directamente envolvidos na gestão e controlo de riscos, assim como os diferentes tipos de riscos identificados por cada sociedade nos seus Relatórios e Contas Anuais e nos Relatórios de Corporate Governance¹⁹²:

EMPRESA	RISCOS	PRINCIPAIS ÓRGÃOS RESPONSÁVEIS PELA GESTÃO DE RISCOS (EXCLUINDO A COMISSÃO EXECUTIVA)	
BCP	Crédito	Sub-Comissão de riscos de crédito	
	Mercado	Sub-Comissão de riscos de mercado e liquidez	
	Liquidez	Sub-Comissão de risco operacional	
	Operacionais	Compliance Office Risk Office Departamento de Auditoria Comissão de Auditoria, Segurança e AML Sub-Comissão Acompanhamento do Fundo de Pensões	
BES	Crédito	Comité de Risco Global	
	Mercado	Comissão de Acompanhamento de Risco de Crédito	
	Liquidez	Departamento de Risco Global	
	Operacional	Departamento de Acompanhamento de Empresas e Recuperação de Crédito Departamento de Auditoria e Inspeção Compliance Sistema de controlo e divulgação de informação ao mercado	
BPI	Mercado	Conselho de Administração	
	Crédito/contraparte	Comité de Auditoria e de Controlo Interno	
	País	Comissão Executiva de Riscos de crédito	
	Liquidez	Comissão Executiva de Riscos de mercado	
	Operacionais	Departamento de Acções	
	Legais		Direcção de Análise e Controlo de riscos Direcção de Crédito a Particulares, Empresas e Negócios Direcção Financeira Direcção Internacional do Grupo Direcção Jurídica Direcção de Planeamento Direcção de Riscos de Crédito Direcção de Trading e Arbitragem

¹⁹² No caso do BCP, a informação prestada baseia-se já no «Novo Modelo Organizacional» apresentado pelo banco ao mercado em 2005.

EMPRESA	RISCOS	PRINCIPAIS ÓRGÃOS RESPONSÁVEIS PELA GESTÃO DE RISCOS (EXCLUINDO A COMISSÃO EXECUTIVA)
BRISA	Actividade Ambientais Jurídicos Financeiros	Direcção de Circulação, Segurança e Conservação Departamento de Gestão do Risco da Direcção Financeira
CIMPOR EDP	Financeiros Patrimoniais e de mercado Operacionais Trading Dívida Activos do fundo de pensões Activos do Fundo da Energia RE	Centro Corporativo Gabinete de Auditoria Interno Diferentes responsáveis operacionais Comissão geral de controlo de risco Gabinete de Gestão de Riscos Sub-Comissão de Riscos Energéticos e Financeiros
JM	Patrimoniais e financeiros Operacionais	Conselho de Administração Comissão de Controlo Interno Comissão de Auditoria Departamento de Gestão de Risco Divisões Operacionais Direcções Funcionais da Operação
PT e PTM	Regulação Concorrência Evolução tecnológica Parcerias estratégicas Retenção de talentos Mercados financeiros Fiscalidade Social, ambiental e ética	Unidade corporativa de Serviços Jurídicos e Direcção de Regulação e Concorrência da PT PT Inovação Comissão Executiva Direcção de Activos do Grupo PT Direcção de Finanças Direcção de Reporte e Consolidação Corporativa Direcção de Auditoria Interna Corporativa
Sonae	Segurança dos activos tangíveis e das pessoas (riscos “técnico-operacionais”) Financeiros Fiabilidade e integridade da informação contabilística e financeira Portfolio dos negócios existentes e de novos projectos Ambientais	Grupo Consultivo de Gestão de Risco Comissão de Auditoria e Finanças do Conselho de Administração Comissão de Auditoria Funções de Auditoria Interna e Gestão de Risco nas diversas sociedades do Grupo Sonae

Com base no exposto, poder-se-á concluir que as sociedades em análise têm implementados sistemas internos de controlo de riscos, com o objectivo de identificar, analisar e controlar a exposição aos riscos mais importantes que derivam das suas actividades. Importa ainda sublinhar que a arquitectura destes sistemas se encontra descrita por todas as sociedades nos seus Relatórios e Contas Anuais e nos Relatórios de Corporate Governance.

3.2.5 Ética e deontologia

(i) Enquadramento

A generalidade das sociedades analisadas manifesta preocupação pela adopção de medidas e definição de princípios éticos e/ou deontológicos que pautem o exercício da respectiva actividade. Além da legislação e demais regulamentação em vigor aplicável ao sector em que as mesmas actuam, algumas dessas sociedades entenderam proceder à compilação do conjunto de regras de conduta relativas aos valores que pretendem implementar.

Essa preocupação manifesta-se, nomeadamente, através da publicação, pelos Conselhos de Administração, de um documento formal (normalmente designado de Código) contendo o núcleo essencial desses valores e princípios, devendo os seus destinatários (órgãos sociais e demais colaboradores) aderir ao mesmo.

O carácter vinculativo de tais códigos é, em regra, reforçado pelo acto de adesão dos respectivos destinatários. Em consequência, a sua violação pode ter consequências disciplinares para o colaborador visado, sem prejuízo de responsabilidade civil, criminal ou contra-ordenacional que a conduta em causa possa também desencadear.

Simultaneamente, é frequente as sociedades disporem de uma comissão ou comité, com origem ou não no Conselho de Administração, para, entre outras finalidades, promover a difusão dos Códigos de Conduta e/ou Ética, zelando pela a sua efectiva aplicação.

(ii) Análise das Práticas

Do universo das dez sociedades analisadas apenas duas – a Sonae e a Cimpor – não dispõem de um Código na acepção aludida.

Com efeito, ambas as sociedades optam por descrever, no relatório sobre o governo da sociedade e nos respectivos *websites*, os valores, princípios e visão estratégica que prosseguem e pretendem integrar na cultura da empresa.

A ausência de um tal Código afecta, contudo, o carácter injuntivo destes valores e princípios, uma vez que aos mesmos não está imediatamente associada uma sanção disciplinar ou uma cominação (salvo previsão legal em sentido contrário) pelo seu eventual desrespeito.

Na Sonae, na ausência de uma Comissão que zele pela aplicação dos valores e princípios do Grupo¹⁹³, cabe ao Conselho de Administração, em particular ao seu Chairman, e à Comissão Executiva, a salvaguarda da aplicação desses valores e princípios.

¹⁹³ A sociedade considera que estes valores e princípios cobrem os aspectos mais importantes de um código de conduta.

Relativamente à Cimpor, não possuindo igualmente um Código desta natureza, a gestão de situações de conflitos de interesse entre o Conselho de Administração e a sociedade, bem como a regulação das obrigações resultantes dos deveres de diligência, lealdade e confidencialidade que impendem sobre este órgão é feita através da lei geral e da cultura e prática da empresa.

Não obstante o exposto, foi criada em 2002, no âmbito do Conselho de Administração desta sociedade, uma Comissão Consultiva Interna do Conselho de Administração para o Governo Societário e Responsabilidade Social destinada a estudar, preparar e aconselhar este órgão no que respeita às normas e procedimentos internos a adoptar em matéria de desenvolvimento e aperfeiçoamento de princípios e práticas de conduta. Esta comissão, na sequência dos trabalhos realizados no decurso do exercício de 2004, recomendou à Administração a elaboração formal de um Código de Ética, aplicável a todo o grupo.

Quanto às restantes oito sociedades, todas dispõem de um elenco organizado de normas que, independentemente da respectiva designação (Código Deontológico – casos do BCP e Brisa, Código de Conduta – casos do BES, BPI, Jerónimo Martins, e Código de Ética – casos da EDP, PT e PTM), visa o mesmo objectivo. No caso do BES, o código de conduta é simultaneamente o regulamento interno.

O BCP, BES e BPI dispõem ainda de um Regulamento Interno relativo à Actividade de Intermediação Financeira, que institui as normas e procedimentos fundamentais, bem como as regras gerais de conduta a observar enquanto intermediários financeiros e, relativamente às actividades de intermediação para cujo exercício em cada momento estejam autorizados e efectivamente prossigam.

Relativamente à existência de comissões/comités internos de Conduta e/ou Ética, seis sociedades (BCP, BES, Cimpor, Jerónimo Martins, PT e PTM) optaram por atribuir poderes sobre esta matéria a uma comissão própria para o efeito ou a outra já existente.

Na realidade, das sociedades referenciadas, apenas a Jerónimo Martins optou por criar de raiz um órgão exclusivamente destinado a promover a divulgação e acompanhar o cumprimento do Código de Conduta. Denominado Comissão de Ética, foi criado em 2003 pelo Conselho de Administração da sociedade, embora não integre administradores, sendo constituído por três membros, todos quadros do grupo.

Esta comissão trabalha em articulação com o Conselho de Administração, devendo propor a este órgão a adopção de medidas que considere convenientes neste âmbito, como seja a revisão de procedimentos internos, incluindo a alteração do próprio Código de Conduta.

O Grupo PT (PT e PTM) optou por atribuir o controlo da implementação e actualização do seu Código de Ética a uma Comissão de Governança. Criada em Julho de 2004 pelo Conselho de Administração, integra o PCA e mais até três administradores (maioritariamente não executivos), podendo ainda dela fazer parte, por deliberação do Conselho de

Administração ou do seu Presidente, o Secretário Geral e outros quadros superiores da sociedade, bem como consultores externos.

As competências atribuídas a esta comissão, sobretudo em matéria de governo da sociedade, incluem a interpretação das regras do Código e a integração dos casos omissos, aconselhando o Conselho de Administração da PT na adopção e revisão de normas e procedimentos internos relativos ao desenvolvimento e aperfeiçoamento de princípios e práticas de conduta.

O Grupo PT dispõe ainda de um Código de Ética para *Financial Officers*, aprovado pelo Conselho de Administração. Com um âmbito de aplicação mais restrito, visto que obriga apenas o CEO, o CFO e CAO, directores e subdirectores das áreas financeira, de contabilidade e de planeamento e controlo que directa ou indirectamente estejam envolvidos na execução de demonstrações financeiras, este Código também tem carácter injuntivo, devendo os respectivos destinatários assinar anualmente uma declaração de cumprimento do mesmo.

A solução adoptada pelo BCP e pelo BES consiste em atribuir a competência para assegurar o respeito do Código adoptado nestas instituições a um órgão com funções de "*compliance*".

No caso do BCP, o *Compliance Officer* tem por função principal assegurar que a actuação dos órgãos de gestão, das estruturas funcionais e dos colaboradores do grupo respeita os estatutos, regulamentos e códigos de conduta aprovados, bem como a legislação em geral aplicável, que pauta a sua actividade.

Quanto ao BES, o denominado Gabinete de *Compliance* visa acompanhar e velar pela aplicação do Código de Conduta desta instituição, devendo assegurar o respeito, pelo banco e seus colaboradores, do cumprimento das regras legais e regulamentares, internas e externas.

De referir, por último, que a generalidade das sociedades analisadas disponibiliza no respectivo *web site* o seu normativo sobre esta matéria, com excepção do BES, cujo Código de Conduta está disponível para consulta apenas pelos accionistas e desde que o requeiram ao Secretário da Sociedade.

3.3 MECANISMOS DE NOMEAÇÃO, AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE E REMUNERAÇÃO

3.3.1 Processo de Nomeação dos Administradores e dos Principais Gestores

Recorda-se que o ordenamento jurídico português não prevê a obrigatoriedade da constituição de comissões de nomeações constituídas por administradores, determinando o Código das Sociedades que os membros do Conselho de Administração sejam eleitos em Assembleia Geral de Accionistas.

Das sociedades analisadas apenas a Sonae inclui na sua organização uma Comissão de Nomeação e Remunerações¹⁹⁴. Este órgão tem por função analisar a proposta do PCA relativa à nomeação (e remuneração) de administradores executivos e não-executivos e directores de nível elevado. Esta proposta é subsequentemente apreciada pelo Conselho de Administração e, tendo merecido a sua aprovação no que toca aos aspectos sobre remuneração, é encaminhada para a Comissão de Vencimentos para apreciação e aprovação final.

Assinale-se que na PT e na EDP o accionista Estado goza de determinados direitos especiais, entre os quais se inclui, no caso da PT, o direito de eleger um terço do Conselho de Administração, incluindo o respectivo presidente, e no caso da EDP, o direito a designar um administrador no caso de votar contra a proposta que fizer vencimento na eleição do Conselho de Administração.

Por outro lado, na PTM, a PT dispõe de poder de veto¹⁹⁵, que lhe assegura que, pelo menos, um terço do Conselho de Administração não pode ser eleito contra o seu voto.

3.3.2 Avaliação dos Administradores Executivos e dos Principais Gestores

Recorda-se que, de acordo com a lei, compete à Assembleia Geral dos Accionistas ou a uma comissão de accionistas por aquela nomeada fixar as remunerações de cada um dos administradores, tendo em conta as funções desempenhadas e a situação económica da sociedade¹⁹⁶.

(i) Composição da Comissão de Remunerações

Todas as sociedades em análise constituíram uma Comissão de Remunerações¹⁹⁷. Em 70 por cento dos casos, essa comissão é constituída integralmente¹⁹⁸, e em linha com as

¹⁹⁴ Presidida pelo PCE e PCA da sociedade e constituída por mais dois administradores não executivos independentes.

¹⁹⁵ Dada a existência de acções de uma categoria especial – categoria A – todas detidas pela PT.

¹⁹⁶ Artº 399 do Código das Sociedades Comerciais.

¹⁹⁷ A PT criou, em 28/Abr/05, no seio do seu Conselho de Administração, uma Comissão Consultiva de Remunerações constituída por três administradores não executivos independentes. Esta Comissão tem por atribuições principais propor à Comissão de Vencimentos modelos de fixação de remunerações variáveis dos Administradores executivos de acordo com critérios objectivos, dar parecer sobre avaliações anuais referente ao desempenho dos Administradores executivos de acordo com modelos aprovados e propor à Comissão de Vencimentos o valor concreto das remunerações variáveis, avaliar o grau de cumprimento da sociedade das disposições legais e regulamentares emitidas pelas entidades competentes referentes à remuneração dos membros do órgão de Administração e prestar à Comissão de Vencimentos da sociedade toda a assistência que venha por esta a ser solicitada. Esta Comissão poderá, se o entender, recorrer aos serviços de consultores especializados.

¹⁹⁸ Na PT apenas dois dos três elementos são independentes, no sentido de que um dos elementos da Comissão de Vencimento é, também, membro não executivo do Conselho de Administração. Importa no entanto notar que os administradores não-executivos da PT, à excepção do Presidente do CA, não auferem remuneração variável.

recomendações da CMVM, por elementos independentes em relação à administração. O conceito de independência fixado pela CMVM, para este efeito, é o do que os membros da Comissão de Remunerações não sejam cônjuges, parentes e afins em linha recta até ao 3.º grau de nenhum membro do Conselho de Administração.

Em sete sociedades, a Comissão de Remunerações era composta por três elementos e em três, por apenas dois.

(ii) Competências da Comissão de Remunerações

A principal competência da Comissão de Remunerações é a fixação da remuneração – fixa e variável – dos membros do Conselho de Administração e demais titulares de Órgãos Sociais. Acrescem, em algumas sociedades, competências relativas às pensões de reforma.

(iii) Autonomia da Comissão de Remunerações

Os elementos da Comissão de Remunerações, por serem nomeados pelos Accionistas e por não integrarem a equipa de gestão executiva nem terem vínculos familiares com estes, gozam de autonomia formal relativamente às pessoas cuja remuneração decidem.

Em três das dez sociedades em análise, é referido expressamente que a Comissão de Remunerações recorreu a consultores externos, a expensas da sociedade, na definição dos esquemas de remuneração.

3.3.3 Práticas de Remuneração dos Administradores e dos Principais Gestores

(i) Remuneração dos Administradores Executivos

Em todas as sociedades analisadas, a remuneração dos administradores executivos inclui uma componente fixa e uma variável.

A lei¹⁹⁹ estabelece que no contrato da sociedade se fixe qual a percentagem máxima dos lucros do exercício que é susceptível de ser distribuída a título de remuneração variável²⁰⁰. O modo de apuramento desta parcela e a quantidade de informação prestada variam de sociedade para sociedade.

¹⁹⁹ N.º 2 do artigo 399. do Código das Sociedades Comerciais.

²⁰⁰ O valor mais frequente é de 5%.

De entre as dez sociedades em análise, apenas a Portugal Telecom, a PTM e a EDP identificam as variáveis quantitativas utilizadas no cômputo da remuneração variável. A saber:

VARIÁVEIS QUANTITATIVAS UTILIZADAS E DIVULGADAS PELAS SOCIEDADES PARA O CÔMPUTO DA REMUNERAÇÃO VARIÁVEL DOS ADMINISTRADORES

EDP	Objectivos de rendibilidade dos capitais próprios (ROE), rendibilidade do capital investido (ROIC), excedentes brutos de exploração (EBITDA), variação da situação líquida e de retorno relativo (vs mercado e sector) da acção EDP.
Portugal Telecom	Análise de cinco indicadores: (1) receitas consolidadas; (2) EBITDA; (3) EBITDA-CAPEX; (4) Lucro líquido antes de <i>curtailment</i> e (5) Rácio do “Total Shareholder Return” da PT pelo “Total Shareholder Return” do DJ Stoxx 600 Telecom.
PTM	Análise de três indicadores: EBITDA, Margem EBITDA e CAPEX

A remuneração variável pode ser atribuída de quatro formas: dinheiro, acções, opções (de compra de acções) e *fringe benefits* (bens ou serviços para uso pessoal). Relativamente a esta última componente, por norma as sociedades não prestam informação sobre os benefícios atribuídos.

Conforme se pode observar no quadro que segue, apenas no BCP²⁰¹ e no Grupo PT os administradores executivos não recebem parte da sua remuneração em acções e/ou opções de compra de acções. De entre as restantes sete sociedades, somente o BES e a Sonae não têm um plano de “stock-options” em vigor²⁰², existindo em cinco delas programas de remuneração baseados em acções (na Europa a média é de 50 por cento²⁰³).

	COMPONENTES DA REMUNERAÇÃO VARIÁVEL			ANO DE LANÇAMENTO DO 1º PROGRAMA DE REMUNERAÇÃO BASEADO EM ACÇÕES E/OU OPÇÕES
	DINHEIRO	ACÇÕES	OPÇÕES	
BCP	✓			–
BES	✓	✓		2000
BPI	✓	✓	✓	2001
Brisa	✓		✓	1999
Cimpor	✓	✓	✓	1999
EDP	✓		✓	1999
Jerónimo Martins	✓		✓ ¹	1996
Portugal Telecom	✓			–
PTM	✓			–
Sonae	✓	✓		N.D.

1) O programa de atribuição de opções da Jerónimo Martins foi, na prática, descontinuado em 2003.

²⁰¹ No BCP encontrava-se em vigor dois programas de direitos de subscrição de acções para quadros do Grupo.

²⁰² Importa salientar que o programa de atribuição de opções da Jerónimo Martins foi, na prática, descontinuado em 2003.

²⁰³ Deutsche Bank (2005, p. 55).

Regra geral os administradores não executivos não recebem remuneração variável, excepção feita à Jerónimo Martins e à PT, nas quais o Presidente do Conselho de Administração também auferia remuneração variável.

(ii) Programas de Opções de Compra de Acções (Stock Options)

Por norma estes programas destinam-se aos administradores executivos e quadros estratégicos, sendo em algumas empresas alargado a um universo maior de colaboradores com vínculo estável à empresa.

Os diferentes modelos adoptados convergem genericamente nas seguintes características:

- o valor do benefício atribuído é crescente com o nível de responsabilidade e está directamente associado a uma avaliação do desempenho no ano transacto;
- a disponibilidade do benefício é diferido no tempo e fica sujeito à condição de manutenção do vínculo laboral à empresa durante um determinado período futuro;
- o valor efectivo futuro do benefício não fica dependente de níveis mínimos de desempenho definidos para os beneficiários, mas apenas da evolução futura da cotação da acção.

(iii) Estrutura da Remuneração

Para o conjunto das empresas analisadas, as remunerações dos Conselhos de Administração representaram, em média, em 2004, 2,4 por cento dos resultados líquidos consolidados. O BCP apresentava o valor mais elevado (6,1 por cento) e a EDP o mais baixo (1,0 por cento), enquanto as restantes empresas apresentavam valores compreendidos entre 1,5 por cento e 3,0 por cento.

REMUNERAÇÃO TOTAL DA CA EM 2004

	EM % DOS RESULTADOS LÍQUIDOS	EM % DA CAPITALIZAÇÃO BOLSISTA¹
BCP	6,1%	0,51%
BPI	3,0%	0,25%
BES	2,5%	0,17%
Jerónimo Martins	2,5%	0,19%
Sonae	2,4%	0,21%
Cimpor	1,8%	0,12%
Portugal Telecom	1,8%	0,09%
Brisa	1,7%	0,08%
PTM	1,5%	0,06%
EDP	1,0%	0,05%

1) À data de 31/Dez/04.

As remunerações dos membros executivos representaram, em média, 85 por cento das remunerações totais do conselho de administração. De referir o BCP, no qual todos os administradores exercem funções executivas, o que explica o valor de 100 por cento, e a EDP que apresentava o valor mais baixo de 68 por cento.

REMUNERAÇÃO TOTAL DA CE EM % DA REMUNERAÇÃO TOTAL DO CA	
BCP	100,0%
Sonae	97,6%
PTM	96,0%
Brisa	88,1%
BPI	87,6%
Cimpor	83,8%
BES	82,0%
Jerónimo Martins	73,8%
Portugal Telecom	70,6%
EDP	68,3%

As remunerações dos membros executivos do conselho de administração representaram, em média, em 2004, 2,1 por cento dos resultados líquidos consolidados. Por outro lado, a componente variável correspondeu, em média, a 47,4 por cento da remuneração total. As empresas que apresentam um maior peso das remunerações no resultado consolidado, são igualmente aquelas em que a componente variável é mais significativa. No BCP, BPI, Cimpor e Sonae a componente variável representa mais de 50 por cento da remuneração total. De modo inverso, a EDP, cujas remunerações, em percentagem do resultado líquido, apresentavam o valor mais baixo (0,7 por cento), era aquela onde a componente variável da remuneração apresentava a menor importância relativa (18,1 por cento). Nas restantes cinco empresas, a remuneração dos membros executivos representava, em média, 1,6 por cento do resultado líquido consolidado, sendo que cerca de 40 por cento correspondia, em média, à componente variável.

REMUNERAÇÃO TOTAL DA CE EM 2004

	EM % DOS RESULTADOS LÍQUIDOS	EM % DA CAPITALIZAÇÃO BOLSISTA	REMUNERAÇÃO VARIÁVEL EM % DA REMUNERAÇÃO TOTAL
BCP	6,1%	0,51%	86,4%
BPI	2,6%	0,22%	67,1%
Sonae	2,3%	0,21%	54,5%
BES	2,1%	0,14%	33,5%
Jerónimo Martins	1,8%	0,14%	38,2%
Brisa	1,5%	0,07%	42,9%
Cimpor	1,5%	0,10%	58,6%
PTM	1,4%	0,05%	25,7%
Portugal Telecom	1,3%	0,06%	49,3%
EDP	0,7%	0,04%	18,1%

Importa notar que, por regra, não era prestada²⁰⁴ informação sobre o tratamento contabilístico dado aos programas de *stock options*²⁰⁵, designadamente do valor de atribuição (justo valor das *stock options*) e se o mesmo está incluído no valor das remunerações variáveis indicadas nos relatórios de *corporate governance*, o que poderá, até certo ponto, fazer variar os valores acima indicados.

(iii) Política de Divulgação da Remuneração dos Membros do Conselho de Administração

Nenhuma das dez sociedades em análise cumpriu, de forma literal e por inteiro, a recomendação n.º 8 da CMVM sobre o Governo das Sociedades cotadas que diz que a remuneração dos membros do Conselho de Administração deve “ser objecto de divulgação anual em termos individuais”.

A generalidade das empresas procedeu à divulgação da remuneração agregada atribuída aos membros executivos, discriminando a componente fixa e a componente variável, e à divulgação da remuneração agregada dos membros não executivos.

Apenas a EDP e a Sonae foram um pouco além, divulgando ainda a remuneração individual do Presidente do Conselho de Administração e do Presidente da Comissão Executiva²⁰⁶.

Em termos gerais, as empresas consideram que a prestação de informação em termos agregados se adequa melhor à natureza colegial e solidária do Conselho de Administração, não acrescentando a divulgação em termos individuais informação relevante para o mercado. Adicionalmente, tendo os Accionistas eleito em Assembleia Geral uma Comissão para fixação das remunerações, entendem as sociedades que o modelo actual já satisfaz em pleno os níveis de controlo, transparência e reporte julgados adequados pelos Accionistas, tendo os mesmos sempre a possibilidade de, a qualquer momento, decidir por um modelo que implique um maior nível de detalhe de prestação de informação.

Este entendimento/situação contrasta com a prática verificada no resto da Europa, já que, em termos médios, 58 por cento das sociedades²⁰⁷ procedem à divulgação, em termos individuais, da remuneração dos seus administradores.

²⁰⁴ Tendo por base as Demonstrações Financeiras e o Relatório de Governo à data de 31/Dez/04.

²⁰⁵ Exceptuando o BPI, que apresenta tal informação no relatório anual de governo.

²⁰⁶ Na Sonae estas funções são desempenhadas pela mesma pessoa.

²⁰⁷ Deutsche Bank (2005, p. 55).

3.4 O PAPEL DA ASSEMBLEIA GERAL

3.4.1 Estatísticas de Presenças em Assembleia Geral

Para o conjunto das sociedades analisadas, nas Assembleias Gerais de accionistas estão presentes ou fazem-se representar, em termos médios, accionistas detentores de 61 por cento do capital social^{208, 209}.

De entre as sociedades que foram objecto de análise,²¹⁰ a Cimpor (com 77%), o BES e a Jerónimo Martins (ambas com 72%) são as que registam índices de participação mais elevados, por oposição à Portugal Telecom, que regista o valor mais baixo (41%). No entanto, relativamente a esta última, importa salientar que os índices de participação nas suas Assembleias Gerais têm crescido de forma consistente ao longo dos últimos cinco anos.

3.4.2 Modo de Participação e de Funcionamento

Os accionistas optam tendencialmente por estar fisicamente presentes nas Assembleias Gerais ou por se fazerem representar. O regime de voto por correspondência postal – não obstante estar previsto em todas as sociedades analisadas – tem uma expressão muito reduzida. De igual modo, o uso de meios electrónicos para o exercício do direito de voto, estando instituído em seis sociedades, tem ainda uma natureza muito experimental, não tendo ainda qualquer significado em termos de prática societária.

(i) Padrão de Funcionamento da Assembleias Gerais

Por regra, as Assembleias Gerais de Accionistas são eventos que decorrem num ambiente relativamente consensual, sendo as propostas subjacentes aos pontos constantes na ordem de trabalhos aprovadas por unanimidade ou por uma esmagadora maioria de votos a favor.

Em algumas das sociedades analisadas, designadamente naquelas em que existe uma grande concentração accionista, a Assembleia Geral chega mesmo a ser vista como uma formalidade, só muito pontualmente alterada por um qualquer diferendo com um accionista.

Em sociedades com o capital mais disperso, existe maior participação por parte de accionistas particulares que, no entanto, não é consubstanciada na apresentação de

²⁰⁸ Estatísticas em termos de “percentagem do capital social”, à excepção do BPI e da Sonae cujos dados são em “percentagem dos direitos de voto”.

²⁰⁹ Das 10 sociedades em análise, apenas existe informação de 4 sociedades sobre “participação física” e de 5 sociedades sobre “voto por representação”, o que limita a análise.

²¹⁰ Estatísticas construídas com base em números variáveis de Assembleias Gerais, consoante a melhor informação disponível de cada sociedade.

propostas ou na alteração da redacção ou do sentido de voto das propostas apresentadas pelo Conselho de Administração ou pelos accionistas de referência da sociedade.

(ii) Activismo de Investidores

Regra geral, os investidores institucionais demonstram pouco activismo, abstendo-se de participar na Assembleia Geral e na elaboração e discussão das propostas. A comunicação institucional é feita, sobretudo, em contactos directos com as estruturas criadas pelas empresas para as “Relações com Investidores” e através de reuniões com o *management* (*one-on-ones*, *roadshows* e conferências). Os investidores institucionais que demonstram maior activismo são os norte-americanos que, no entanto, quando decidem participar nas Assembleias Gerais, fazem-se representar, na maioria das vezes, por bancos de custódia.

(iii) Apresentação e Aprovação de Propostas nas Assembleias Gerais

Por regra, as propostas debatidas e votadas na Assembleia Geral de Accionistas²¹¹, são apresentadas pelo Conselho de Administração. Em matérias da competência exclusiva dos accionistas – como seja a eleição dos membros dos órgãos sociais – as propostas são habitualmente apresentadas por accionistas “próximos” do *management*. São muito pouco frequentes os casos de propostas incluídas na ordem de trabalhos que tenham resultado da iniciativa de accionistas minoritários e que não tenham tido previamente o conhecimento e o acordo do *management*.

No que diz respeito à aprovação das propostas apresentadas em Assembleia Geral, a informação disponível²¹² aponta para uma percentagem de aprovação de 100 por cento. No caso concreto do Relatório e Contas, a percentagem de votos contra ou de abstenções é inferior a 1 por cento. As propostas levadas a plenário nas Assembleias Gerais são assim, em regra, aprovadas por unanimidade ou por uma esmagadora maioria de votos a favor.

(iv) Liberdade de Acção para o Management

Por regra, o contrato de sociedade e/ou os regulamentos internos conferem ao *management* liberdade para decidir sobre a aquisição ou alienação de bens imóveis ou de participações sociais. No entanto, quando estas assumem uma dimensão muito significativa e/ou têm natureza estratégica, a decisão é tomada em sede de Conselho de Administração.

²¹¹ Com base na informação obtida em relação a 4 empresas.

²¹² Dados quantitativos disponíveis apenas para 3 empresas; para as restantes empresas, aferiu-se que as respostas seriam semelhantes.

3.4.3 Prazos Relevantes

(i) Prazos para Cumprimento de Formalidades de Participação em Assembleia Geral

No seguimento das recomendações da CMVM, as sociedades têm vindo a diminuir os prazos mínimos de antecedência para cumprimento de formalidades na participação em Assembleia Geral.

Das 10 empresas analisadas, sete prestam informação sobre o prazo mínimo de antecedência do depósito ou bloqueio das acções para a participação em Assembleia Geral. Destas, cinco cumprem a recomendação da CMVM não exigindo um prazo superior a 5 dias úteis (exigem exactamente os cinco dias úteis).

Nove das 10 empresas analisadas cumprem a recomendação da CMVM de não impor aos accionistas um “prazo de antecedência superior a 5 dias úteis para a recepção da declaração de voto emitida por correspondência”. A excepção é a EDP: 15 dias para a emissão da carta de bloqueio e 8 dias para a recepção de toda a documentação. Na Sonae, o prazo de antecedência para recepção das formalidades dos accionistas que vão participar presencialmente ou por representação na Assembleia Geral é de 8 dias úteis, mas o regime do voto por correspondência beneficia de um prazo mais favorável (3 dias úteis), cumprindo dessa forma a recomendação da CMVM.

Algumas sociedades têm procurado igualmente fomentar o regime do voto por correspondência, colocando à disposição dos accionistas – nos seus *web sites* das empresas – minutas de voto e implementando sistemas de voto por meios electrónicos.

(ii) Prazos/Limites à Reeleição dos Membros dos Órgãos Sociais

O Código das Sociedades Comerciais (art.º 391, 374 e 415) estabelece que “os administradores são designados por um período fixado no contrato de sociedade, não excedente a quatro anos civis (...) na falta de indicação do contrato, entende-se que a designação é feita por quatro anos civis, sendo permitida a reeleição”.

De entre as sociedades analisadas, observou-se que a maioria optou por fixar nos estatutos um prazo inferior ao limite legal, fixando os mandatos do Conselho de Administração (e dos restantes órgãos sociais) em 3 anos.

Não foram detectados quaisquer limites para o número de mandatos a que um determinado administrador, ou outro membro de um órgão social, pode concorrer. Excepção feita, ao BPI, que estabelece nos seus estatutos que “os administradores que forem membros da Comissão Executiva cessarão obrigatoriamente funções nessa Comissão, uma vez aprovadas as contas respeitantes ao exercício em que completarem sessenta e dois anos”.

3.5 O POTENCIAL CONTROLO PELO MERCADO

A análise do presente capítulo tem por base as práticas das sociedades relativamente a diversos aspectos distintos entre si, e daí o seu tratamento autónomo, mas que conjuntamente permitem aferir o potencial controlo de uma determinada sociedade pelo mercado.

3.5.1 Regra de Voto

Verificou-se que os estatutos de todas as sociedades analisadas derrogam o princípio «uma ação, um voto» consagrado no Código das Sociedades Comerciais, definindo regras próprias com vista à concessão de direito de voto em Assembleia Geral. Com efeito, todas as sociedades analisadas optaram por um regime mais exigente para a atribuição de tal direito.

Assim, o BES, a EDP e a Jerónimo Martins exigem aos respectivos accionistas a titularidade de 100 ações para a atribuição de um voto, a PTM exige a titularidade de 200 ações, enquanto que a Brisa e a Cimpor exigem a titularidade de 500 ações. O BPI e a SONAE exigem, por seu lado, a titularidade de 1000 ações.

O BCP e a PT indexam a atribuição daquele direito à titularidade de um determinado montante de capital, independentemente do número de ações de que seja necessário ser titular para poder participar nas Assembleias Gerais destas sociedades. Deste modo, o BCP exige a titularidade de ações representativas de 1 000 euros de capital social para a atribuição de um voto e a PT exige a titularidade de ações representativas de 500 euros de capital social.

De entre as 10 sociedades em estudo e tendo por base a cotação de fecho das ações em 30 de Junho de 2005, observou-se que o investimento mínimo necessário à obtenção de um direito de voto, oscilava entre 208 euros (EDP) e 3 920 euros (PT), ascendendo, em termos médios, a 2 032 euros.

	DIREITO DE VOTO		
	Nº AÇÕES PARA DETER UM VOTO	COTAÇÃO A 30/JUN/05	INVESTIMENTO PARA DETER UM VOTO (€)
Portugal Telecom	500	7,84	3 920
Brisa	500	6,49	3 245
BPI	1 000	3,15	3 150
Cimpor	500	4,64	2 320
BCP	1 000	2,12	2 120
PTM	200	8,69	1 738
BES	100	12,89	1 289
Jerónimo Martins	100	11,85	1 185
Sonae	1 000	1,14	1 140
EDP	100	2,08	208

3.5.2 Acções com Direitos Especiais e Limites ao Direito de Voto (*Voting Caps*)

Em 31 de Dezembro de 2004, em 6 das 10 empresas em análise ocorria uma das duas seguintes circunstâncias: existência de acções com direitos especiais/controlo ou existência de *voting caps*.

	ACÇÕES COM DIREITOS ESPECIAIS/CONTROLO	VOTING CAP
BCP		✓
BPI		✓
Cimpor		✓ ¹
EDP	✓	
PT	✓	
PTM	✓	

1) Já em 2005, a Assembleia Geral de 27 de Abril aprovou a supressão das disposições estatutárias que estabeleciam limitações ao direito de voto pelos accionistas.

3.5.3 Mecanismos Estatutários Anti-OPA

A Recomendação da CMVM n.º 4 sobre o Governo de Sociedades Cotadas refere expressamente que *“as medidas que sejam adoptadas para impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição devem respeitar os interesses da sociedade e dos seus accionistas.”* Acrescenta ainda que: *“Consideram-se nomeadamente contrárias a estes interesses as cláusulas defensivas que tenham por efeito provocar automaticamente uma erosão no património da sociedade em caso de transição do controlo ou de mudança da composição do órgão de administração, prejudicando dessa forma a livre transmissibilidade das acções e a livre apreciação pelos accionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração.”*

O cumprimento desta recomendação por parte das sociedades analisadas é pleno, decorrente da inexistência, nos estatutos de cada uma de tais sociedades, de disposições e/ou mecanismos que visem frustrar ofertas públicas de aquisição.

Sem prejuízo do exposto, verificou-se que, em 31 de Dezembro de 2004, em algumas sociedades existem limitações estatutárias no que diz respeito, sobretudo, à contabilização da emissão de votos em Assembleia Geral por um mesmo accionista. Estão nesta situação o BPI, o BCP, a Cimpor²¹³, a EDP, a PT e a PTM.

Nos casos do BPI, do BCP e da Cimpor, tais disposições dizem respeito à limitação do número de votos emitidos por apenas um accionista, em nome próprio ou através de representantes, que não poderão exceder 12,5 por cento do capital social no caso do BPI

²¹³ Já em 2005, a Assembleia Geral de 27 de Abril aprovou a supressão das disposições estatutárias que estabeleciam limitações ao direito de voto pelos accionistas.

e 10 por cento do capital social no caso da Cimpor, enquanto que no BCP tal percentagem é igualmente de 10 por cento mas do capital presente ou representado em cada reunião da Assembleia Geral. Refira-se ainda que, na Cimpor, a limitação referida se aplica à generalidade dos accionistas, mas não ao Estado ou entidades a ele equiparadas.

Cumulativamente com a disposição estatutária limitando o número de votos emitidos por um mesmo accionista, a alteração ou eliminação dessa disposição só é possível através de maiorias qualificadas legalmente previstas, visto tratar-se de uma alteração ao contrato da sociedade. Verificou-se, contudo, que em duas situações – BCP e BPI – o contrato destas sociedades fixa uma maioria mais exigente quando se pretenda, concretamente, efectuar uma alteração da referida disposição que limita o número de votos emitidos por um mesmo accionista. Efectivamente, nestas duas sociedades, os respectivos estatutos prevêem que uma tal alteração apenas possa ser aprovada se contar com o voto favorável de uma maioria qualificada de três quartos dos votos emitidos.

Por outro lado, verificou-se que os estatutos da PT e da PTM, embora não prevejam uma maioria mais exigente neste âmbito, referem que a deliberação em causa não será aprovada se não contar com os votos favoráveis da maioria das acções especiais (categoria A) existentes em cada uma destas sociedades.

Nos casos da EDP, da PT e da PTM, além da existência de uma limitação estatutária de idêntica natureza (ainda que a percentagem de referência para imposição daquele limite possa ser diferente – 5 por cento do capital social nos casos da EDP e da PTM), constata-se que, pelo facto de o Estado ser accionista destas sociedades, goza de determinados direitos especiais.

No que à EDP diz respeito, refira-se a existência de uma disposição estatutária que prevê um mecanismo, que de resto é uma decorrência do artigo 16º do Código dos Valores Mobiliários, com vista à inibição dos direitos de voto dos accionistas que ultrapassem uma participação superior a 5 por cento dos direitos de voto ou do capital social, enquanto não comunicarem esse facto ao Conselho de Administração da sociedade, dispondo de um prazo de cinco dias úteis para o efeito.

Ademais, verificou-se que o Estado dispõe de poder de veto no que diz respeito à aprovação de determinadas deliberações em sede de Assembleia Geral, atenta a existência de um conjunto de matérias que carecem do voto favorável do Estado, independentemente do número de acções de que seja titular. Estão nesta situação, designadamente, as deliberações sobre a alteração do contrato da sociedade, incluindo aumento do capital social, fusão e dissolução, e sobre a supressão ou limitação do direito de preferência dos accionistas em aumentos de capital. O Estado dispõe, ainda, do direito de designar um administrador no caso de votar contra a proposta vencedora na eleição do Conselho de Administração.

Na PT, o Estado goza igualmente de poder de veto na aprovação de determinadas deliberações em sede de Assembleia Geral, as quais carecem do seu voto favorável. Do

conjunto de matérias em que tal sucede, destacam-se as seguintes: eleição dos membros da Mesa da Assembleia Geral e do Conselho Fiscal; aplicação dos resultados do exercício em percentagem superior a 40 por cento dos lucros distribuíveis; quaisquer alterações estatutárias; emissão de obrigações e outros valores mobiliários; autorização da Assembleia Geral para que os accionistas que exerçam, directa ou indirectamente, actividade concorrente com a actividade desenvolvida pelas sociedades em relação de domínio com a PT, sejam titulares de acções ordinárias representativas de mais de 10 por cento do capital social; eleição de um terço do Conselho de Administração, incluindo o respectivo presidente.

A PT, por outro lado, goza de um poder de veto na PTM, dada a existência de uma categoria especial de acções (Categoria A), todas elas detidas por aquela sociedade. Assim, as deliberações sobre a eleição dos membros da Mesa da Assembleia Geral, do órgão de fiscalização e um terço do Conselho de Administração, sobre a aplicação dos resultados do exercício e sobre alterações estatutárias, não podem ser aprovadas contra a maioria dos votos correspondentes às acções da Categoria A.

3.5.4 Existência e Alcance de Acordos Parassociais

Das dez sociedades em análise, apenas a Brisa reporta a existência de um acordo parassocial.

Trata-se de um acordo celebrado entre o accionista José de Mello Investimentos, SGPS, S.A. e o accionista Egadi, relativo aos direitos de voto inerentes às acções representativas do capital social da sociedade por este detidas, e pelo qual são imputáveis à José de Mello Investimentos, SGPS, S.A. os direitos de voto representativos da participação da Egadi na Brisa.

Todas as demais sociedades referem expressamente nos respectivos Relatórios de Governo Societário que desconhecem a existência de acordos parassociais no seio das suas estruturas accionistas.

O BPI, sem prejuízo da declaração de inexistência de qualquer acordo parassocial com o sentido, alcance e natureza do Art.º 19º do Código dos Valores Mobiliários, dá conta da existência de um acordo de preferência celebrado em 1986 por seis accionistas que, em 31 de Dezembro de 2004, representavam 44,7 por cento do capital social, o qual determina que, caso algum dos contraentes pretenda transmitir onerosamente, parte ou a totalidade da sua participação no capital desta sociedade, está obrigado a dar preferência, em igualdade de condições, aos restantes contraentes.

Por fim, destaca-se apenas uma disposição dos estatutos da EDP, da PT e da PTM, sem paralelo nos contratos das restantes sociedades, que consagra a obrigação de os seus accionistas informarem o Conselho de Administração do teor integral de quaisquer acordos parassociais que celebrem respeitantes à sociedade.

3.5.5 Estrutura Accionista

As sociedades são por lei²¹⁴ obrigadas a divulgar no Relatório e Contas anuais uma listagem dos titulares de participações qualificadas. Sendo uma exigência legal, é, naturalmente, cumprida por todas as sociedades. De entre as dez sociedades em análise, verifica-se que metade delas presta ao mercado informação suplementar sobre a sua estrutura accionista. Os bancos são as sociedades que mais detalhes fornecem sobre a propriedade do seu capital, indicando designadamente a repartição por tipo de accionista (particular, institucional, empresa não-financeira, etc), a proveniência geográfica e o número de accionistas/percentagem de capital por escalões de número de acções.

GRAU DE DETALHE FORNECIDO NA CARACTERIZAÇÃO DA ESTRUTURA ACCIONISTA

	PARTICIPAÇÕES QUALIFICADAS (>2%)	TIPO DE ACCIONISTA	DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA	POR ESCALÕES DE N.º ACÇÕES
BCP	✓	✓ (1)	✓ (2)	✓
BES	✓	✓ (3)	-	✓
BPI	✓	✓ (4)	✓ (2)	-
Brisa	✓	-	-	-
Cimpor	✓	-	-	-
EDP	✓	-	✓ (5)	-
Jerónimo Martins	✓	-	-	-
Portugal Telecom	✓	-	✓ (6)	-
PTM	✓	-	-	-
Sonae	✓ (7)	-	-	-

- 1) Repartição entre colaboradores, particulares, empresas e institucionais (sublinhado os fundos de pensões e os fundos de investimento).
- 2) Repartição entre nacionais e estrangeiros.
- 3) Repartição entre particulares e empresários em nome individual, empresas e institucionais.
- 4) Repartição entre particulares, fundos de pensões, fundos de investimento e outros institucionais.
- 5) Repartição entre Portugal, Espanha, Reino Unido, EUA, resto da Europa e resto do Mundo.
- 6) Repartição entre Portugal, EUA, Reino Unido e Irlanda, Espanha, Reino Unido, EUA e outros países Europeus.
- 7) Informação apenas constante no Relatório e Contas individual da Sonae SPGS (usualmente esta informação também aparece no Relatório e Contas consolidado).

Σ PARTICIPAÇÕES QUALIFICADAS ^{1,2}	
BCP	40%
BES	63%
BPI	67%
BRISA	58%
CIMPOR	82%
EDP	44%
JM	74%
PT	45%
PTM	78%
SONAE	59%

- 1) Somatório de todas as participações iguais ou superiores a 2% (reportadas no âmbito do art.º 16 do CVM).
- 2) Informações retiradas do Relatório e Contas relativo a 2004 das respectivas sociedades.

²¹⁴ Alínea e), n.º 1, art.º 8, do regulamento da CMVM n.º 4/2004.

3.5.6 Cruzamento de Participações

A divulgação de situações de cruzamento de participações entre sociedades não é obrigatória, salvo se alguma dessas participações for qualificada e, como tal, enquadrável no âmbito da previsão dos artigos 16 e 17 do Código dos Valores Mobiliários.

Das sociedades analisadas, cinco – BCP, BES, BRISA, EDP e PT – reportam a existência de participações cruzadas.

O BCP faz menção à existência de uma parceria estratégica existente entre os Grupos BCP e EDP, consubstanciada em participação no capital social da EDP.

O BES identifica participações no capital da PT, PTM e Banco Bradesco.

A Brisa afirma não ter participações cruzadas defensivas, contudo tem uma participação cruzada na Abertis para colaboração e desenvolvimento

No caso da PT, esta sociedade afirma que as participações cruzadas detidas pela sociedade em accionistas seus são reduzidas, circunscrevendo-se àquelas que resultam de acordos de parceria estratégica.

A EDP, à semelhança do BCP, reporta a existência de um acordo de parceria estratégica com este último, firmada no cruzamento de participações accionistas entre os dois grupos.

O BPI não reporta a existência de participações cruzadas com accionistas seus, mas identifica no respectivo relatório de governo um conjunto de relações de negócio estabelecidas entre o Banco e accionistas titulares de participações qualificadas.

3.6 POLÍTICA DE DIVIDENDOS

O regulamento n.º 07/2001 da CMVM determina que as sociedades têm o dever de descrever no Relatório sobre o Governo da Sociedade as suas políticas de distribuição de dividendos. Por regra, essa informação é relativamente genérica, não sendo fornecido detalhe sobre a fundamentação subjacente à fixação do valor do dividendo.

Conforme é observável na tabela que segue, sete sociedades estabelecem objectivos quantitativos, seis dos quais relacionados com o *payout ratio*²¹⁵. Seis sociedades indicam ainda objectivos/critérios de ordem qualitativa, designadamente a fixação de um dividendo por acção, que seja consentâneo com o financiamento das necessidades de crescimento das sociedades e/ou a manutenção de níveis competitivos de remuneração dos accionistas.

²¹⁵ "Payout ratio": representa a percentagem dos resultados líquidos distribuídos aos accionistas sob a forma de dividendo.

OBJECTIVOS DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS		
	QUANTITATIVOS	QUALITATIVOS
BCP	–	–
BES	<i>Payout ratio</i> (base individual): $\geq 50\%$	–
BPI	<i>Payout ratio</i> (base consolidada): $\geq 30\%$ ¹	Assegurar o financiamento das necessidades de crescimento do grupo.
BRISA	–	Aumentar de forma contínua a remuneração dos seus Accionistas
CIMPOR	Manutenção do <i>payout ratio</i>	Dividend yield competitivo comparativamente com o mercado português e o sector cimenteiro internacional
EDP	Aumento dos dividendos a distribuir aos Accionistas, a partir de 2004, entre, aproximadamente 7% e 8% por ano até 2007 (na medida em que se verifiquem as previsões e metas traçadas pela sociedade).	Proporcionar aos Accionistas um adequado retorno (<i>payout e dividend yield competitivos com o observado no sector</i>) sem comprometer o valor da empresa.
JM	<i>Payout ratio</i> (base consolidada) compreendido entre 30% e 40%	–
PT ²	<i>Payout ratio</i> : $\geq 40\%$	Dividendo fixado em função das: oportunidades de negócio, expectativas dos investidores e necessidades de financiamento por capitais próprios (tendo em consideração o custo e oportunidade do capital).
PTM ²		
SONAE	–	–

1) Em rigor, a política de dividendos do BPI é a manutenção de um payout ratio não inferior àquele que tem sido observado historicamente e que tem sido sempre superior a 30%.

2) O Statement de Política de Dividendos da PT e da PTM é idêntico.

O quadro seguinte apresenta o dividendo por acção, o *dividend yield*²¹⁶ e o rácio *payout* para cada uma das sociedades analisadas relativamente ao exercício de 2004.

	DIVIDENDO 04 ¹	DIVIDEND YIELD	RÁCIO PAYOUT
BCP ²	0,065 €	3,5%	41,3%
BES	0,37 €	2,8%	40,1%
BPI	0,10 €	3,4%	39,4%
BRISA	0,27 €	4,0%	88,2%
CIMPOR	0,18 €	4,3%	48,5%
EDP	0,092 €	4,1%	76,0%
JM	0,36 €	4,1%	48,9%
PT	0,35 €	3,8%	81,6%
PTM	0,50 €	2,7%	71,3%
SONAE	0,02 €	1,9%	19,3%

Fonte: Relatórios e Contas 2004.

1) Valor bruto.

2) O BCP procedeu em Novembro de 2004 à distribuição de um dividendo intercalar (e antecipado) relativo ao exercício de 2004; O "dividend yield" do exercício de 2004 considera o pagamento do dividendo antecipado.

²¹⁶ "Dividend yield": representa o rendimento percentual anual expresso pela divisão do valor do dividendo por acção bruto pela cotação da acção no final do ano a que se refere o dividendo.

4. SÍNTESE

(i) Quanto à Generalidade das Empresas Cotadas

- Crescente preocupação na transparência, suficiência e actualização da informação fornecida ao mercado.
- Crescente preocupação no alinhamento dos interesses dos administradores com os da sociedade, através de políticas de remuneração (82,6 por cento).
- Insuficiente desenvolvimento do exercício activo do direito de voto e da insuficiente eliminação de restrições a esse direito (obstáculos processuais e estatutários, fraca apetência pelo voto por correspondência) (10,9 por cento).
- Razoável cumprimento das recomendações para criação de sistemas internos de controlo de riscos (67,4 por cento) e para inclusão no órgão de administração de pelo menos um administrador independente (76,1 por cento).
- Menos frequente composição das comissões de remuneração apenas com pessoas independentes em relação à administração (ou seja, não ligados por laços familiares) (39,1 por cento).
- Inexistência de Comissão Executiva em grande parte das sociedades cotadas, mas encontrando-se bem identificados os administradores executivos e os não- executivos e independentes (93,5 por cento).

(ii) Quanto às Dez Principais Empresas Cotadas

Dimensão/Composição do Conselho de Administração

- Tendência de aumento da dimensão dos CA, embora a dimensão média actual não se afaste da média europeia (15 contra 14). Tal tendência poderá estar relacionada com a inclusão de administradores não executivos representantes de accionistas de referência.
- Criação generalizada de Comissões Executivas (9 empresas).
- Os administradores não executivos ocupam a maioria dos lugares do órgão de administração (59 por cento contra 41 por cento).
- Maioria (63 por cento) de administradores independentes nos CA (segundo os actuais critérios da CMVM). Se os administradores executivos fossem considerados não- independentes, os administradores independentes desceriam para 1/3.

Cargos Exercidos

- Quanto aos administradores executivos, não parece que o número de cargos de administração em empresas fora dos respectivos Grupos seja excessivo, logo prejudicial.
- Já é muito mais elevado em empresas dos próprios Grupos, mas aí haverá razões intergrupo, designadamente funcionais e de eficiência, que o poderão justificar.
- Os administradores não-executivos exercem, em média, elevado número de cargos de administração em diferentes Grupos, admitindo-se que, em alguns casos, tal seja limitativo do adequado desempenho em cada empresa.

Rotação de Administradores

- Níveis expressivos de renovação dos Conselhos de Administração, nos últimos cinco anos.

Reuniões do Conselho de Administração

- Boa assiduidade dos administradores às reuniões do CA (90 por cento), contrastando com médias mais baixas registadas nas empresas europeias.

Perfil dos Administradores Executivos

- Bom nível de habilitações académicas: generalizado o grau de licenciatura, relacionado com o tipo de actividade da empresa.
- Boa experiência profissional (anos de profissão, de empresa, de administração).

Comissões Executivas

- De um modo geral, não há regulamentos de funcionamento das CE (apenas 3 sociedades).
- Escassa informação sobre os mecanismos de informação disponibilizada ou acessível aos administradores não executivos por parte dos administradores executivos.
- Os administradores executivos não têm significativa participação no capital social, mas em metade das empresas têm relações familiares relevantes com os accionistas de referência.
- Em metade das empresas, a CE tem por atribuição a apresentação de propostas de estratégia ao CA.

Comissões de Estratégia

- Só numa empresa existe uma Comissão de Estratégia, que inclui toda a CE e alguns administradores não executivos.

Acumulação/Separação de Presidências

- Nos últimos anos verificou-se forte tendência para a separação das figuras de Presidente do C.A. e da C.E., actualmente consagrada em 70 por cento das empresas.

- *Apenas três dos sete PCA que não acumulam essas funções com as de PCE são independentes (critérios CMVM).*
- *Na Europa, aquela separação atinge já os 80 por cento, sendo apenas 25 por cento independentes.*

Comissões de Auditoria

- *Já existente em 80 por cento das empresas, em 31 de Dezembro de 2004. Constituída, em geral, por administradores não executivos maioritaria ou exclusivamente independentes (em três empresas, são todos considerados independentes, segundo os critérios da CMVM).*
- *As suas funções obedecem aos padrões internacionais: controlo e acompanhamento da actividade dos auditores externos, análise da qualidade e integridade da informação financeira, supervisão do sistema de controlo interno de riscos, supervisão de auditoria interna, “compliance”.*

Em alguns casos, têm também por função acompanhar o cumprimento dos princípios de governo das sociedades.

Auditoria Externa

- *Todas as sociedades contratam com o auditor externo outros serviços para além dos de auditoria/revisão legal de contas.*
- *O peso destes serviços é, em média, 44 por cento dos montantes pagos ao auditor. Em metade das empresas o valor pago por esses serviços é superior ao pago pelos serviços de auditoria.*

Na Europa (Deutsche Bank, 1995), esse valor (médio) é de apenas 28 por cento.

Conselho Fiscal

- *Apenas em quatro das dez empresas não se verifica a acumulação dos cargos de vogal do Conselho Fiscal (ou Fiscal Único) e de auditor externo.*

Sistemas Internos de Controlo de Riscos

- *Todas as sociedades têm sistemas internos de controlo de riscos, a cargo de órgãos responsáveis para o efeito. Esses sistemas são descritos por todas as sociedades nos respectivos relatórios de governo.*

Códigos de Conduta

- *80 por cento das sociedades possuem Códigos de Ética / Conduta e 60 por cento atribuíram a órgãos internos a incumbência de acompanhar e zelar pelo cumprimento desses códigos.*

Processos de Nomeação de Administradores

- Apenas uma empresa dispõe de uma Comissão de Nomeação e Remuneração encarregada de analisar a proposta do PCA relativa à nomeação (e remuneração) dos administradores executivos e não-executivos e directores de topo.

Remunerações

- Todas as sociedades têm Comissões de Remunerações, 70 por cento das quais integralmente constituídas por pessoas independentes (ou seja, sem laços familiares, segundo os critérios CMVM) dos administradores.
- Em todas as sociedades, a remuneração dos administradores executivos inclui uma componente fixa e uma componente variável (que em 80 por cento inclui acções ou opções). Esta componente variável representa cerca de 47 por cento da remuneração total (em 4 empresas, mais de 50 por cento).
- Nenhuma das empresas divulga a remuneração dos Administradores em termos individuais (Recomendação nº 8 da CMVM), por considerarem que a informação agregada se adequa melhor à natureza colegial e solidária do Conselho de Administração.

Assembleias Gerais

- A participação média nas Assembleias Gerais é de 61 por cento do capital social.
- A presença na Assembleia Geral é normalmente física. O voto por correspondência tem expressão muito reduzida.
- O voto electrónico não tem significado prático, mas já está instituído em 6 sociedades (60 por cento).
- As Assembleias Gerais são consensuais; as propostas são, em regra, apresentadas pelos C.A. e aprovadas por unanimidade ou esmagadora maioria.
- Os investidores institucionais não participam, em regra, nas Assembleias Gerais, nem na elaboração/discussão das propostas, mas apenas através dos canais próprios de relação com os investidores.
- As empresas têm vindo a diminuir os prazos mínimos de antecedência para cumprimento das formalidades de participação nas Assembleias Gerais.

Regras de Votação

- Todas as sociedades derrogam o princípio “uma acção, um voto”, exigindo a titularidade de um conjunto de acções para a atribuição de um voto;
- Sessenta por cento das empresas têm acções com direitos especiais ou “voting caps”.

Mecanismos Anti-OPA e Acordos Parassociais

- *Nenhuma sociedade possui disposições estatutárias com mecanismos visando impedir OPA's.*
- *70 por cento limitam o número de votos emitidos por um único accionista a determinada percentagem do capital social.*
- *90 por cento das sociedades afirmam desconhecer a existência de acordos parassociais.*
- *Em 3 empresas, os estatutos consagram a obrigação de os accionistas informarem o C.A. do teor de quaisquer acordos parassociais celebrados.*

Política de Dividendos

- *Todas as sociedades a referem, de modo muito genérico. 60 por cento indicam objectivos quantitativos, e destas, com excepção de uma, consagram ainda objectivos qualitativos.*

V. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

1. CONCLUSÕES

Embora a impossibilidade de construir séries históricas homogéneas dificulte uma rigorosa quantificação do processo evolutivo de múltiplos aspectos relacionados com as estruturas de governo das empresas portuguesas, as análises efectuadas permitiram perceber que estas vêm registando uma profunda transformação, em geral, numa direcção que se julga a desejável.

Neste contexto, importa desde logo registar como facto positivo a (crescente) adopção de um modelo de Conselho de Administração que compreende a existência de uma dupla instância decisória (Conselho de Administração e Comissão Executiva). Entre as 10 maiores empresas portuguesas apenas uma não adopta este tipo de organização, embora acrescente um órgão consultivo ao seu Conselho de Administração²¹⁷. A existência de administradores que não se ocupam da gestão corrente é um facto em si mesmo positivo. Porém, é importante que a par da consagração deste modelo, os administradores não executivos não se limitem a ser meros “conselheiros”, mas se posicionem como estimuladores, desafiadores, fiscalizadores e avaliadores dos seus colegas executivos. Não deve, porém, tomar-se como dado adquirido que este papel tenha sido já plenamente assimilado, e que a sua concretização seja uma realidade entre as maiores empresas portuguesas.

De igual modo, não deve tomar-se como certo que os actuais conselhos de administração reflectam adequadamente as estruturas accionistas das empresas. A inexistência de uma clara identificação – salvo louváveis excepções – das relações profissionais, patrimoniais e pessoais existentes entre os administradores não executivos e os principais accionistas das empresas, dificulta a identificação de quem são os administradores verdadeira e totalmente independentes. Apenas aqueles que preenchem o requisito de independência face aos administradores executivos e aos principais accionistas estão verdadeiramente em condições de defender os interesses dos accionistas minoritários. Com efeito, excluindo o peso relativo dos administradores executivos, o peso relativo dos administradores independentes nos conselhos de administração (pelo critério da CMVM) seria de cerca de 1/3. Se a este facto acrescentarmos que, embora não seja possível quantificar com exactidão este aspecto, uma parte não despidiça destes administradores – por razões pessoais ou profissionais – não é verdadeiramente independente de alguns accionistas, não se pode ter como dado adquirido que a proporção de administradores independentes nos conselhos de administração esteja de acordo com o peso dos accionistas minoritários anónimos no capital accionista.

²¹⁷ Em grande parte das demais sociedades cotadas, igualmente não existe comissão executiva.

O competente exercício das funções de administrador, tanto na vertente executiva, como no papel não executivo, exige que aos assuntos da empresa seja dedicado o tempo bastante. A acumulação de cargos de administração em outras empresas, seja no próprio grupo empresarial, seja fora desse perímetro, é um indicador da disponibilidade temporal dos respectivos titulares. Neste contexto, não pode deixar de anotar-se como positivo, tanto a elevada taxa de assiduidade registada nas reuniões dos órgãos de administração, como o facto de metade dos administradores executivos não exercer qualquer cargo de administração fora do seu grupo. Porém, também não pode deixar de anotar-se que em alguns casos extremos este tipo de administradores acumula cargos em número que deixa antever uma ocupação excessiva. O mesmo se diga quanto à acumulação de cargos pelos administradores não executivos fora do respectivo perímetro de consolidação, onde igualmente se registam alguns casos que têm de ser considerados indicadores de reduzida disponibilidade temporal para dedicação aos assuntos de cada empresa.

No que respeita à dimensão dos conselhos de administração, além de se anotar o aumento da sua dimensão média, importa salientar que a situação, em geral, não é muito distinta da registada na Europa.

Um aspecto que se tem por positivo da evolução recente das estruturas de governo das empresas portuguesas, diz respeito ao desdobramento do Conselho de Administração em comissões diversas. Em 39 por cento das empresas é cumprida a recomendação da CMVM relativa à existência de uma comissão com competência na avaliação da estrutura e do governo societários. Além disso, é cada vez mais frequente a existência de comissões de auditoria compostas por administradores não executivos (embora nem sempre independentes). De entre as 10 maiores empresas, apenas duas não têm qualquer tipo de comissões que integrem administradores não executivos. Igualmente merece saliência o facto de, pelo menos no plano formal, as funções das comissões de auditoria obedecerem aos padrões internacionais. O reforço da independência destas comissões, e a sua tutela sobre a actividade de auditoria externa, são factores que poderão ajudar a melhorar a qualidade da informação financeira e da *governance* das empresas portuguesas. Não se tem como certo que o processo de escolha e contratação do auditor externo não possa ser ainda, em muitas empresas, muito significativamente influenciado pela equipa de gestão executiva, nem se pode ter como certo que estejam asseguradas todas as condições de imunidade a pressões dos administradores executivos, ou de accionistas relevantes.

As grandes empresas portuguesas analisadas, sem excepção, declaram dispor de mecanismos internos de controlo de risco, e proporcionam informação sobre o seu funcionamento nos respectivos relatórios do governo das sociedades.

No que respeita às remunerações dos administradores executivos, importa anotar como positiva a pratica generalizada de inclusão de uma componente variável, a qual em termos globais representa quase metade da remuneração total. Importa notar, porém, que não existe uma verdadeira prática de avaliação do desempenho dos gestores executivos, e que as comissões de fixação de vencimentos (na sua configuração actual), ou as assembleias

gerais, nos casos em que estas existem, são susceptíveis de sofrer influências da equipa executiva, a qual por norma goza da superioridade da informação e dos meios técnicos ao seu dispor. As práticas das 10 principais empresas têm conduzido, como ficou patente no capítulo anterior, a uma grande amplitude das remunerações, tanto quando estas são vistas em termos absolutos, como quando são relativizadas por indicadores vários.

Entre os aspectos que merecem uma acrescida preocupação, encontra-se o funcionamento da Assembleia Geral de Accionistas e do Conselho Fiscal. No que diz respeito ao órgão de fiscalização, as experiências recolhidas vão no sentido de o seu peso efectivo e a sua capacidade real de acrescentar qualidade à fiscalização da empresa ser muito reduzida. As Assembleias Gerais, de igual modo, são muitas vezes encaradas como meras formalidades, a que a ausência de uma atitude activa por parte dos investidores, em especial os investidores institucionais, dá sustentação.

No plano jurídico, ficaram descritas nos capítulos anteriores, em linhas gerais, as principais disposições que, na ordem jurídica portuguesa, regulam o governo das sociedades, bem como as práticas concretas seguidas neste domínio pelas principais empresas cotadas.

A fim de permitir aferir o estágio de desenvolvimento da regulação e práticas nacionais no contexto internacional, procurou-se, além disso, fornecer um resumo, não só das principais tendências de evolução do governo das sociedades nos países europeus e EUA., como das iniciativas recentes da UE sobre o mesmo tema.

Do que fica apresentado parece poder concluir-se que, presentemente, já se dispõe no nosso país de um conjunto de disposições normativas razoavelmente abrangente e actualizado.

Com efeito, conjugando os preceitos legislativos, regulamentares e recomendatórios em vigor, resulta um quadro coerente, onde podem ser encontrados alguns dos princípios e regras mais relevantes e consensuais, a nível internacional, de bom governo. Como aliás se viu, a produção normativa nacional ao longo dos últimos anos – que, na componente regulamentar e recomendatória, tem tido origem numa autoridade pública (CMVM) – nunca deixou de ter subjacente uma dupla preocupação: a articulação, temática e lógica, entre os vários diplomas, embora situados em diferentes níveis da hierarquia normativa; e o acompanhamento atento da evolução das questões de governo societário, por sua vez influenciados pelo desenvolvimento dos mercados e comportamento das empresas que nele actuam.

A recente revisão, levada a efeito pela CMVM, das suas Recomendações, bem como do Regulamento nº 7/2001, insere-se plenamente nessa linha de orientação. Embora sem a abrangência e particularização que caracterizam alguns dos principais códigos de referência publicados em países europeus, a nova versão das referidas Recomendações – em articulação com propostas de alteração legislativa – pretende justamente ir mais longe em objectivos particularmente críticos do governo societário: reforço dos Conselhos de

Administração, ampliação das regras de transparência e maior participação nas Assembleias Gerais.

O que fica dito é, desde logo, verdadeiro se se tomar como termo de comparação, pelo seu significado como padrão internacional, os “Princípios da OCDE sobre Governo das Sociedades” (na mais recente versão, datada de 2004, e utilizada pela CMVM na aludida revisão), ainda que se deva ter presente que tais princípios, como atrás se salientou, são de formulação muito genérica, dado terem um ambicioso âmbito de aplicação.

Se se descer ao nível mais detalhado, logo mais exigente, das normas comunitárias, a conclusão é idêntica. Bastará, para o efeito, cotejar o quadro normativo que neste capítulo se descreveu com o conteúdo das medidas propostas ou tomadas pela Comissão Europeia, que ficaram resumidas no anterior capítulo. Desde a defesa dos direitos dos accionistas e *stakeholders*, aos mecanismos destinados a assegurar a transparência e fiabilidade da informação societária e à estrutura e responsabilidades dos órgãos de administração e fiscalização, os aspectos essenciais de governo das sociedades que têm recentemente ocupado as instâncias responsáveis da União Europeia foram já acolhidos – frequentemente foram antecipados – na regulação portuguesa. Não poderá, de resto, esquecer-se, a tal respeito, que a acção da Comissão Europeia neste domínio apresenta natureza significativamente indutiva, na medida em que se tem baseado largamente na recolha das melhores práticas nacionais e em rotinas de consulta pública, visando a sua convergência no espaço europeu.

Mas há que reconhecer que o governo das sociedades assenta fortemente no princípio do “comply or explain”: cada empresa é livre, dentro das orientações e limites definidos por lei ou regulamento, de adoptar a prática de governo que considere mais adequada à sua natureza e situação, justificando as suas opções e transferindo para o mercado o juízo de valor sobre essa adequação.

De resto, como é salientado pela OCDE nos seus “Princípios”, não existe um modelo único de bom governo, visto que os modelos têm de se adaptar à cultura, tradições e enquadramento legal e institucional de cada país e de cada empresa. E também as práticas de governo vão inevitavelmente evoluindo, em função das constantes e múltiplas mudanças registadas no meio envolvente.

Dentro de cada ordenamento jurídico, a proporção entre as normas coercivas (leis, regulamentos) e as normas de aplicação voluntária (códigos de governo, códigos de conduta internos) traduz precisamente, em cada momento, o ponto de tendencial equilíbrio entre as práticas de governo que o mercado já reconheceu como essenciais para o bom desempenho societário e as práticas que, sendo consideradas recomendáveis, se encontram ainda expostas, em última análise, à reflexão e ao escrutínio dos agentes de mercado. Sendo certo que, não raramente, as regras contidas em códigos de bom governo vêm a receber consagração legal.

A título de exemplo, é oportuno recordar que, entre nós, a CMVM, ao introduzir as suas “Recomendações sobre o governo das sociedades cotadas” não deixa de assinalar que tais recomendações visam *“prosseguir uma reflexão crítica, em Portugal, sobre o governo das sociedades”*, constituindo tema que *“continua aberto a apreciações e sugestões”*.

Estas as razões por que se considerou de evidente interesse procurar identificar as estruturas concretas e as práticas efectivas de governo adoptadas pelas empresas cotadas, em especial as que constituem unidades de referência no mercado.

Através de um tal exercício, procurou-se apurar não só o grau de aderência dessas empresas aos princípios recomendatórios vigentes, como identificar também as opções por elas tomadas dentro da margem de autonomia que lhes é permitida pelas normas injuntivas (legais e regulamentares).

As conclusões obtidas e atrás descritas – indiciadoras de figurinos e tendências predominantes, num contexto pré-definido – representam, em nosso entender, valiosa matéria de reflexão, susceptível de fornecer pistas quanto ao melhor tratamento das questões de governo societário e, conseqüentemente, de fundamentar sugestões de aperfeiçoamento do próprio quadro normativo.

Foi este o caminho que se decidiu percorrer no presente trabalho e que culmina com o conjunto de recomendações que a seguir se apresentam.

Tem-se naturalmente consciência das limitações e condicionalismos que envolvem um projecto desta natureza, num momento em que o debate internacional, sem dúvida enriquecedor, vem chegando ao nosso país (sobretudo por via comunitária) e em que as próprias políticas das empresas nacionais neste domínio atravessam uma fase de experimentação e consolidação. Mas também poderá aí residir a sua utilidade, se se tiver logrado alinhar, em momento oportuno, algumas contribuições válidas para o desenvolvimento e aperfeiçoamento do governo das sociedades.

2. RECOMENDAÇÕES

2.1 INTRODUÇÃO

As recomendações com que se encerra este trabalho têm por principal objecto as empresas cotadas. Tal decorre da lógica que o informou e que, pelas razões já atrás aduzidas, conduziu a que a inventariação das práticas de governo incidisse especialmente sobre as principais empresas portuguesas abertas ao investimento do público.

Não se pretende naturalmente, com esta delimitação, significar que as empresas não-cotadas não possam extrair utilidade, com as adequadas adaptações, de algumas das propostas que ficam feitas. É hoje generalizadamente reconhecido que o aperfeiçoamento

dos mecanismos de governo das sociedades está, em última análise, associado aos objectivos gerais de optimização do desempenho das empresas e à protecção dos interesses de todos os que estão envolvidos na vida societária, sejam investidores, credores ou trabalhadores.

É também importante assinalar que, através das presentes recomendações, se procurou abordar os principais tópicos do governo societário. Ou seja, tomando como base de trabalho, quer a análise da evolução e debate internacionais nestas matérias, quer as conclusões sobre as práticas das empresas portuguesas, prosseguiu-se o objectivo de abranger, de forma tanto quanto possível sistemática e dentro de um modelo coerente, os temas mais críticos relacionados com o órgão de administração (estrutura, dimensão, funções, estatuto dos administradores, comissões especializadas), com a Assembleia Geral, com as auditorias externa e interna, com o controlo interno de riscos, com os accionistas (incluindo a disciplina dos negócios intra-empresa), com os investidores institucionais e com a cultura da ética empresarial.

Reconhece-se que a utilização deste método acaba por conferir a este alargado conjunto de recomendações uma natureza próxima de um código de bom governo, sem que contudo se tenha pretendido com tal resultado conflitar com quaisquer outras iniciativas da mesma índole. Pretendeu-se apenas, como atrás se referiu, e à semelhança do que tem ocorrido em outros países europeus, oferecer um contributo válido, em aspectos devidamente particularizados, para um tema que interessa a todos os intervenientes no mercado de capitais.

Cabe, de resto, aqui recordar que não se pode, nem deve, associar a publicação de um elenco de princípios de bom governo, como o que adiante se apresenta, a uma receita de aplicação genérica. Cada sociedade destinatária deve procurar extrair desses princípios as regras, assumidas pelos seus accionistas, que considere aplicáveis à respectiva natureza, dimensão e características específicas.

Em contrapartida, afigura-se importante que todos os intervenientes no mercado estejam em condições de interpretar correctamente o cumprimento parcial ou limitado desses princípios por parte das empresas, não o associando automaticamente a uma prestação negativa.

É da conjugação destes dois objectivos que emerge a prática e as vantagens do já referido princípio do *comply or explain*, que, como se viu, tem sido adoptado por um número crescente de códigos de boas práticas com a finalidade de fornecer ao mercado os elementos necessários a um correcto juízo de valor. O bom entendimento desse princípio traduz-se na salvaguarda de um legítimo espaço de liberdade para as opções de cada empresa quanto ao seu governo, que o mercado poderá ou não legitimar.

Dessa forma se poderá extrair de um corpo de recomendações toda a sua utilidade – quer através da verificação do seu cumprimento, quer do seu não cumprimento –, sem pôr em causa a filosofia que lhe está subjacente.

Há ainda a salientar que a sistematização a que obedeceu o modelo adoptado tem como consequência que algumas das recomendações abrangem inevitavelmente princípios e regras já contemplados – embora em outro contexto ou enquadramento – no quadro legislativo, regulamentar e recomendatório actualmente vigente. Por este motivo, serão indicados ao longo do texto que se segue, nos locais próprios, as disposições normativas em vigor que abrangem, total ou parcialmente, as recomendações agora apresentadas.

Uma última nota para referir que a concretização das recomendações, se em alguns casos apenas depende da iniciativa das sociedades ou investidores que delas são destinatários, em outros casos dependerá de intervenções de natureza legislativa. Por esse motivo, igualmente se assinalam no texto as recomendações que se encontram naquela segunda situação, com identificação da localização em que essas intervenções seriam necessárias dentro do quadro normativo vigente.

2.2 OBJECTIVOS DA EMPRESA

As empresas cotadas em bolsa devem ser geridas tendo em vista a maximização do seu valor a longo prazo, o mesmo é dizer que devem ter por missão a criação duradoura de riqueza para os seus accionistas. Não se ignora, porém, que além dos interesses dos detentores do capital próprio, gravitam em torno das empresas múltiplos outros interesses justos e legítimos. Estando esses outros interesses protegidos por lei, por contratos específicos ou por uma opinião pública atenta, as empresas devem promover o seu respeito de forma inequívoca, mesmo nas circunstâncias em que exista elevada probabilidade de prática diversa não ser objecto de sanção efectiva. Não existindo restrição externa que obrigue as empresas a respeitarem esses interesses, como condição para a maximização do seu valor, considera-se que ainda assim estas devem nortear a sua actuação por princípios de sustentabilidade e de responsabilidade social. Donde, considera-se recomendável que:

- 1) *As empresas cotadas tenham por objectivo central a criação de riqueza e a sua equitativa distribuição por todos os accionistas;*
- 2) *As empresas cotadas aprovem em Assembleia Geral e enunciem a sua política de desenvolvimento sustentável e o seu entendimento quanto à responsabilidade social que sobre elas impende, e prestem informação anual aos accionistas sobre a respectiva execução;*
- 3) *Além de outros aspectos, a política de desenvolvimento sustentável enuncie o posicionamento energético e ambiental da empresa, tornando claro quais as implicações ecológicas decorrentes da sua actividade, e quais os princípios que norteiam a sua actuação;*
- 4) *O enunciado da responsabilidade social de cada empresa contemple, designadamente:*

- *A política da empresa no recrutamento, remuneração e progressão na carreira dos seus trabalhadores;*
 - *A política de formação e valorização profissional e pessoal dos seus trabalhadores;*
 - *A política da empresa visando salvaguardar a sua competitividade, designadamente no que respeita à integração de novas tecnologias no seu processo produtivo;*
 - *A política de gestão fiscal da própria empresa;*
 - *O posicionamento da empresa face a potenciais práticas de evasão fiscal dos seus trabalhadores, clientes e fornecedores;*
 - *A política de mecenato cultural da empresa;*
 - *A política de estímulo à investigação, desenvolvimento científico e inovação;*
 - *O posicionamento da empresa face ao financiamento de partidos políticos, de organizações governamentais ou não governamentais e de associações cívicas.*
- 5) *Anualmente, no âmbito do Relatório do Conselho de Administração, seja prestada informação detalhada aos accionistas sobre as relações da empresa com as suas principais partes interessadas (stakeholders).*

2.3 O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

A legislação nacional, como anteriormente referido, permite que as empresas sejam administradas com base numa estrutura monista (Conselho de Administração) ou numa estrutura dualista (Conselho Geral e Direcção). Considera-se que ambas as modalidades são susceptíveis de originar um governo empresarial eficiente, pelo que não se recomenda a adopção de um modelo em detrimento do outro. Em ambos os casos é possível assegurar mecanismos de fiscalização e de controlo das equipas gestores com responsabilidades executivas, garantindo que a empresa é gerida de acordo com os seus objectivos e no interesse de todos os accionistas. Doravante, porém, tomar-se-á por referência a estrutura monista, dado ser esta a prática corrente em Portugal. Todavia, sem prejuízo das necessárias adaptações que a diversidade de regimes jurídicos imponha, devem entender-se como também dirigidas aos membros do Conselho Geral as referências que adiante se façam aos administradores não executivos; como igualmente reportadas à Direcção e seus membros as palavras dirigidas à Comissão Executiva e aos seus titulares; e como dirigidas ao conjunto dos órgãos da estrutura dualistas as referências endereçadas à figura do Conselho de Administração.

2.3.1 Missão do Conselho de Administração

O Conselho de Administração tem por missão assegurar que a empresa actua de forma consentânea com os seus objectivos. É inquestionável que *compete ao Conselho de Administração: definir a estratégia da empresa; assegurar o cumprimento dessa estratégia; controlar e verificar a evolução dos negócios nas suas diversas componentes; medir e gerir os riscos inerentes à actividade da empresa; tratar de modo igualitário todos os accionistas; garantir a suficiência, fiabilidade e veracidade da informação divulgada; assegurar que a empresa, nas suas diferentes áreas e divisões, funciona de forma eficaz, eficiente e segura; e assegurar que as políticas de remuneração respeitam os princípios do desempenho e do mérito.* Além disso, considera-se ainda recomendável que:

- 6) *O Conselho de Administração zele pelo cumprimento da lei aplicável e do pacto social, pelo respeito dos princípios de desenvolvimento sustentável e de responsabilidade social assumidos pela empresa e, ao mesmo tempo, assegure o desenvolvimento de uma cultura de ética presente em todos os níveis de actividade da empresa.*

2.3.2 Estrutura e Independência do Conselho de Administração

Os problemas a que os sistemas de governo procuram dar respostas são distintos em função das estruturas accionistas das empresas. Consequentemente, não há uma estrutura ideal de aplicação universal, no que diz respeito à relação dos administradores com os accionistas e à relação destes entre si. Entende-se, porém, que a adopção das recomendações que se seguem contribuirão para a melhoria do sistema de governo das empresas cotadas, e em especial das de maior dimensão:

- 7) *Deve ser criada uma Comissão Executiva, à qual deve competir a gestão quotidiana da empresa, sendo fixadas em Regulamento, e divulgadas no Relatório Anual, as atribuições nela delegadas e o seu modo de funcionamento*²¹⁸;
- 8) *Os administradores não executivos devem ser em número claramente superior ao número de membros que integram a Comissão Executiva*²¹⁹;
- 9) *Dentre os membros não executivos, devem existir administradores que sejam independentes, tanto dos administradores executivos, como dos principais accionistas da empresa, e que não tenham negócios ou relações materialmente relevantes que possam interferir com a liberdade do seu julgamento*²²⁰;

²¹⁸ Faculdade permitida pelo Código das Sociedades Comerciais, artº 407-3.

²¹⁹ A Recomendação nº 5-A da CMVM aconselha a inclusão no órgão de administração de “um número suficiente de administradores não-executivos”, podendo os titulares de outros órgãos sociais desempenhar papel complementar ou sucedâneo, se as respectivas competências de fiscalização forem equivalentes e exercidas de facto.

²²⁰ A Recomendação nº 6 da CMVM aconselha a inclusão no órgão de administração de “um número suficiente de membros independentes” e que, havendo apenas um administrador não-executivo, este seja independente. Titulares de outros órgãos sociais podem desempenhar um papel complementar ou sucedâneo, se as suas competências de fiscalização forem equivalentes e exercidas de facto.

- 10) *A estrutura do Conselho de Administração deve reflectir a estrutura accionista, devendo na sua composição atender-se os legítimos interesses dos accionistas maioritários, dos accionistas minoritários com posições relevantes e dos restantes accionistas, devendo o número de administradores independentes assegurar que a sua acção possa ser efectiva;*
- 11) *Sempre que accionistas controlem direitos de voto que excedam significativamente os direitos de dividendo por eles detidos, o peso dos administradores independentes deve ser reforçado, tendo em vista assegurar uma protecção mais efectiva e eficaz dos accionistas minoritários;*
- 12) *As empresas devem explicar publicamente a estrutura do seu Conselho de Administração, identificando de modo claro e inequívoco o que são e quem são os administradores independentes²²¹, as relações de dependência existentes entre os administradores executivos e accionistas e as relações de dependência existentes entre os administradores não executivos e accionistas²²².*

Dimensão do Conselho de Administração

Quanto maior o número de administradores, maior a capacidade potencial de fiscalização dos gestores executivos pelo Conselho, na medida em que um maior número de membros pode ser afecto a essa tarefa. Porém, o aumento do número de membros também pode originar a diminuição da celeridade e da eficácia do processo de tomada de decisões. Onde, considera-se recomendável que:

- 13) *Os Conselhos de Administração tenham um número de membros que garanta efectiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da actividade dos gestores executivos, assim como o tratamento equitativo de todos os accionistas; porém, tal número deverá, adicionalmente, assegurar eficácia ao processo de tomada de decisões e permitir que a empresa maximize a sua prestação²²³;*

²²¹ Deixa-se, pois, ao critério de cada empresa a definição de independência. Não existe na literatura uma definição única de «administrador independente». Em geral, o conceito de independência define-se pela possibilidade de efectuar um juízo de valor livre e incondicionado sempre que há conflitos de interesse, em matérias tais como a aprovação de contas e a avaliação e remuneração dos administradores executivos (vide, por exemplo, os princípios da OCDE). Quer isto dizer que só se podem considerar independentes os administradores que tenham o perfil e as condições para decidir, se assim o entenderem como justo e adequado, de modo contrário ao interesse de qualquer das partes envolvidas nos referidos conflitos. Onde, entende-se que apenas podem ter-se por independentes aqueles que o sejam, quer face aos administradores executivos, quer face aos accionistas. Além disso, os conflitos de interesse podem colocar-se relativamente a outras partes interessadas na vida da empresa. Daí que, na sequência do Relatório Cadbury (1992), em vários Códigos de Boas Práticas, se tenha adoptado um conceito amplo de independência que considera que a mesma apenas se encontra reunida quando os administradores não executivos, além da remuneração recebida pelo exercício das funções (que não deve ser excessiva, para não causar dependência) e dos seus interesses accionistas próprios não tenham quaisquer outros negócios ou relações com a empresa, ou na órbita da empresa, que possam interferir materialmente com o juízo de valor que formula na tomada de quaisquer decisões.

²²² Recomendação parcialmente abrangida pelo Capítulo IV, ponto 1. do Anexo ao Regulamento nº 7/2001 da CMVM (modelo de relatório anual sobre o governo das sociedades).

²²³ Recomendação parcialmente abrangida pelo disposto nas Recomendações nº 5 e nº 5-A da CMVM.

- 14) *A dimensão dos Conselhos de Administração se aproxime dos padrões europeus, e quando tal não for praticado, sejam claramente explicitadas aos accionistas e aos investidores em geral as razões dessa divergência*²²⁴.

Transparência sobre o Funcionamento

Entende-se que cada Conselho de Administração deve definir com inteira liberdade o seu modo de funcionamento. Entende-se, porém, que deve existir total transparência sobre esse funcionamento. Em concreto, julga-se desejável que do Relatório Anual do Conselho de Administração constem:

- 15) *As funções de cada um dos membros do Conselho de Administração e o Regulamento Interno deste órgão;*
- 16) *O número de reuniões do Conselho de Administração e de cada uma das suas principais Comissões, conjuntamente com a indicação das presenças de cada um dos membros e das principais matérias discutidas*²²⁵.

Competência, Dedicção e Condições para o Exercício das Funções

Todos os membros do Conselho de Administração devem ser competentes para o exercício das respectivas funções, bem como devem dedicar o tempo necessário ao seu adequado desempenho. Em ordem a permitir que os accionistas e os investidores em geral façam um juízo correcto sobre estes aspectos, recomenda-se que no Relatório Anual sejam divulgadas:

- 17) *As qualificações e principais elementos curriculares dos membros do Conselho de Administração*²²⁶;
- 18) *As demais ocupações profissionais dos membros do Conselho de Administração, incluindo os cargos ocupados em outras sociedades, explicitando claramente em que situações têm responsabilidades executivas*²²⁷.

2.3.3 Presidência do Conselho de Administração e da Comissão Executiva

Na Europa Continental é usual a separação entre a figura do Presidente do Conselho de Administração (Chairman) e a figura do Presidente da Comissão Executiva (CEO)²²⁸. Nos

²²⁴ Recorde-se que, como anteriormente referido, o número médio de membros do órgão de administração na Europa Continental é 14 (Deutsche Bank, 2005).

²²⁵ Recomendação parcialmente abrangida pelo disposto no Capítulo IV, ponto 3. e) do Anexo ao Regulamento nº 7/2001 da CMVM, apenas quanto ao número de reuniões do órgão de administração.

²²⁶ Recomendação parcialmente abrangida pelo disposto no Capítulo IV, ponto 1. c) do Anexo ao Regulamento nº 7/2001 da CMVM.

²²⁷ Recomendação abrangida pelo disposto no Capítulo IV, ponto 1. b) do Anexo ao Regulamento nº 7/2001 da CMVM.

²²⁸ Ou, o mesmo é dizer, a separação entre as figuras dos presidentes dos dois órgãos da estrutura dualista.

EUA essa separação é menos usual, embora também exista. O papel do Presidente do Conselho de Administração consiste, genericamente, na liderança do Conselho de Administração; na coordenação do trabalho dos administradores não executivos, designadamente no que respeita à fiscalização, controlo e avaliação dos administradores executivos; na representação externa da empresa; na comunicação com os accionistas; e na informação ao Conselho dos seus pontos de vista mais relevantes. Ao Presidente da Comissão Executiva compete, basicamente, coordenar a execução do plano estratégico e assegurar a gestão corrente da empresa. A separação de figuras revela maior coerência potencial com a maioria das recomendações aqui enunciadas, pelo que se procede à sua recomendação. Nos casos em que ambas as presidências se encontram reunidas em uma mesma pessoa, torna-se necessário assegurar a existência de condições para que o trabalho dos administradores não executivos decorra de forma eficiente e independente da Comissão Executiva. Em alguns países, a coordenação dessas funções é, frequentemente, cometida a um dos administradores não executivos reconhecido pela sua experiência e independência. Nesta matéria entende-se recomendável que:

- 19) *As funções de Presidente do Conselho de Administração e de Presidente da Comissão Executiva sejam desempenhadas por pessoas distintas. Nos casos em que não exista separação entre as figuras do Presidente do Conselho de Administração e do Presidente da Comissão Executiva, as empresas explicitem no respectivo Relatório Anual como é que são coordenados os trabalhos dos administradores não executivos, e de que forma se encontra garantido que tais administradores têm condições para cumprir a sua missão de forma eficaz e independente.*

2.3.4 Administradores Não Executivos

Em Portugal, os administradores não executivos são tradicionalmente vistos (em grande medida) como conselheiros dos administradores executivos e (em menor grau) como decisores em matérias cuja competência não tenha sido delegada²²⁹. Noutros países, especialmente nos EUA, aos administradores não executivos são igualmente cometidas as funções de fiscalização e de controlo dos administradores executivos, bem assim como a definição de objectivos, a avaliação de desempenho, a elaboração de propostas de demissão ou nomeação de tais administradores executivos. O papel dos administradores não executivos é, aliás, como se viu anteriormente, um elemento nuclear do sistema de governo das empresas norte-americanas. Também na Europa Continental, os administradores não executivos são cada vez mais vistos como tendo responsabilidades próximas das tradicionalmente prosseguidas nos EUA. Reconhecendo estes factos, e tendo em consideração que a estrutura accionista das empresas nacionais implica que nem todos os administradores não executivos sejam independentes dos principais accionistas, recomenda-se que:

²²⁹ Não obstante o CSC, no seu artigo 407º, nº5, atribuir aos administradores não executivos obrigações de vigilância geral da actuação do administrador delegado ou da comissão executiva.

- 20) *Os administradores não executivos, além de conselheiros e decisores, assumam um papel de fiscalizadores, desafiadores e avaliadores dos administradores executivos, devendo ainda zelar pela aplicação dos princípios de sustentabilidade e responsabilidade social assumidos pela empresa;*
- 21) *Os administradores não executivos independentes igualmente assumam o papel de defensores de todos os accionistas, designadamente procurando evitar que os interesses dos pequenos accionistas sejam prejudicados em benefício dos interesses dos demais accionistas;*
- 22) *Os administradores não executivos dediquem o tempo e o esforço necessários aos assuntos da empresa, de modo a assegurar um desempenho informado, eficiente e competente da sua missão;*
- 23) *Para reflectirem sobre o seu papel e sobre a forma como o têm vindo a desempenhar, os administradores não executivos reúnam entre si, enquanto grupo, pelo menos uma vez por ano.*

De igual modo, considera-se indispensável que a empresa assegure aos administradores não executivos as condições necessárias para o competente e dedicado exercício das suas funções. Nesse sentido, recomenda-se que:

- 24) *Todos os administradores não executivos tenham a possibilidade de aceder aos recursos que se mostrem necessários para o exercício das suas funções;*
- 25) *Aos administradores não executivos seja facultada toda a informação por eles solicitada sobre o funcionamento da Comissão Executiva, incluindo as agendas e as actas das respectivas reuniões;*
- 26) *Exista um programa de introdução dos novos administradores não executivos às matérias técnicas e financeiras da empresa, assim como um programa de actualização permanente, visando garantir que os administradores não executivos estejam familiarizados com os assuntos da empresa e disponham de toda a formação e informação necessárias ao adequado desempenho da sua missão.*

A remuneração e o processo de nomeação são susceptíveis de perturbar a capacidade de os administradores não executivos cumprirem o seu papel com liberdade face à equipa executiva, bem assim como, no caso dos administradores independentes, face aos accionistas principais. Donde, em ordem a evitar tais efeitos, considera-se recomendável que:

- 27) *A remuneração dos administradores não executivos compense a experiência, a competência, o tempo e o esforço dispensados à empresa, mas não seja excessiva para não limitar a independência de julgamento. Tal remuneração deve basear-se numa compensação fixa e em senhas de presença. Adicionalmente, deve distinguir o*

trabalho desempenhado pelos diversos administradores em Comissões específicas do Conselho de Administração. Além disso, tal remuneração não deve conter componentes variáveis indexadas às cotações ou a variáveis contabilísticas da empresa, que possam contribuir para o alinhamento de interesses com os administradores executivos;

- 28) *Sejam adoptados processos de selecção dos administradores não executivos independentes, visando a escolha de profissionais com as qualificações e a experiência adequadas, e evitar que o método de selecção prejudique a sua independência.*

2.3.5 Administradores Executivos

Aos administradores executivos compete assegurar a execução da política estratégica da empresa, através do cumprimento dos planos de actividade e orçamentos aprovados pelo Conselho de Administração. Na concretização das suas tarefas, os administradores executivos têm a obrigação de agir tendo estritamente em vista o cumprimento da missão e dos objectivos da empresa, e de tratar de modo equitativo todos os accionistas, independentemente da respectiva estrutura accionista. A adequada remuneração dos administradores executivos é um elemento essencial no alinhamento de interesses com os accionistas e no desenvolvimento de uma cultura de profissionalização e de transparência. Nesse sentido, recomenda-se que:

- 29) *Os administradores executivos recebam uma compensação que remunere adequadamente o tempo, o esforço, a experiência e a competência colocadas ao serviço da empresa, que pondere a importância e o valor da empresa, e proporcione incentivos que garantam um desempenho alinhado com os interesses de todos os accionistas²³⁰;*
- 30) *Tendo em vista o alinhamento com os interesses dos accionistas, uma parte da compensação tenha natureza variável e o seu montante reflecta o desempenho de cada administrador no cumprimento dos objectivos da empresa;*
- 31) *A avaliação de desempenho para efeito da remuneração variável e a concretização dos respectivos pagamentos devem ser função de objectivos e de métricas que tomem em conta a sustentabilidade da performance;*
- 32) *Quando sejam adoptados esquemas de remuneração baseados em preços de exercício das acções da empresa, em nenhuma circunstância tenha lugar a revisão em baixa desse preço de exercício;*

²³⁰ A Recomendação n.º 8 da CMVM aconselha, genericamente, que a remuneração dos membros do órgão de administração seja estruturada de modo a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses da sociedade.

33) *Todos os pagamentos efectuados aos administradores sejam reflectidos, ao preço de mercado, como custos nas demonstrações financeiras das empresas, devendo o relatório anual explicitar detalhadamente de que modo foram valorizadas as compensações não monetárias, e fornecer informação clara sobre as responsabilidades incorridas com o regime de pensões.*

Tal como os demais administradores, os administradores executivos devem ter consciência de que exercem uma função que depende de confiança, que tem de ser anualmente renovada. Nesse sentido, tentando evitar frustração de expectativas, que podem dar origem a situações de conflito, e visando assegurar uma efectiva liberdade de destituição dos administradores, recomenda-se que:

34) *Em simultâneo com a fixação das remunerações, seja fixado o montante da compensação que será paga a cada administrador executivo, no caso da sua destituição sem justa causa antes do termo do mandato.*

Os administradores executivos têm a obrigação de se manterem actualizados e competitivos, não só nas matérias da sua especialidade, como nos demais assuntos de interesse da empresa e com as questões derivadas da presença da empresa no mercado de capitais. Nesse sentido, recomenda-se que:

35) *Os administradores executivos se mantenham permanentemente actualizados nas matérias da sua especialidade, assim como nas matérias de governo da sociedade e relacionadas com a presença da empresa no mercado de capitais.*

2.3.6 Comissões Especializadas do Conselho

Além da Comissão Executiva, considera-se útil a criação de outras comissões específicas no seio dos Conselhos de Administração. Em seguida referir-se-á um conjunto de Comissões, cuja existência é, em dois casos desaconselhada, e nos demais casos recomendada. Nos casos em que a criação de comissões é recomendada, não se considera imperativo que o seu número e a sua designação sejam as aqui referidas, antes importando assegurar que as funções que lhes são atribuídas são cumpridas nos termos recomendados. O único caso em que, pela natureza das suas atribuições, se vê vantagem na autonomização das funções e na especificidade da designação é a Comissão de Auditoria. Em todo o caso, sejam quais forem as comissões criadas, recomenda-se que:

36) *As comissões sejam constituídas com objectivos específicos, e sejam formalizadas e divulgadas as respectivas atribuições, composição, regras de funcionamento e principais actividades desenvolvidas²³¹.*

²³¹ Recomendação parcialmente abrangida pelo Capítulo IV, ponto 2. do Anexo ao Regulamento n.º 7/2001 da CMVM.

37) *As comissões reportem, detalhadamente, ao Conselho de Administração todos os trabalhos realizados e resultados obtidos.*

Comissão de Estratégia

Pode invocar-se a necessidade de criar uma Comissão de Estratégia, através da qual é cometida a um reduzido número de membros do Conselho de Administração a responsabilidade de conceber, discutir, planear e estruturar a política estratégica da empresa, no caso em que o Conselho de Administração tenha dimensão excessiva. Embora tal prática possa conduzir a um aumento de eficácia no processo de elaboração e discussão da estratégia da empresa, este processo origina um menor envolvimento e uma menor participação de alguns dos membros do Conselho na definição dessa política estratégica, pelo que se entende desejável que:

38) *A estratégia seja concebida, discutida, planeada e estruturada pela totalidade dos membros do Conselho de Administração.*

Comissão Financeira e de Investimentos

As empresas são confrontadas com a necessidade de tomarem decisões de investimento e de financiamento ao longo da sua vida em quantidade, dimensão e com relevância futura muito diversas e, por vezes, decisivas para a sua sobrevivência. Algumas dessas decisões assumem natureza recorrente e como tal devem ser tomadas pela Comissão Executiva no normal exercício das suas funções. Outras vezes, porém, tais decisões respeitam a valores extraordinários e são susceptíveis de ter um impacto significativo no valor da empresa. Em alguns países, recentemente, tem vindo a assistir-se à criação de Comissões Financeiras e de Investimentos, visando acompanhar as principais decisões da Comissão Executiva nas matérias financeiras e em assuntos de investimento. Todavia, em ordem a envolver e a proporcionar a participação de todos os membros do Conselho de Administração, considera-se recomendável que:

39) *O Conselho de Administração não delegue a responsabilidade pelas decisões que envolvam a tomada de riscos significativos para a empresa, e submeta à aprovação da Assembleia Geral as aquisições que exijam ulteriores aumentos de capital.*

Comissão de Avaliação, Nomeação e Remuneração

Em Portugal, a avaliação formal do Conselho de Administração compete à Assembleia Geral, não sendo corrente a prática de avaliação dos administradores executivos pelos administradores não executivos. Além disso, a fixação da remuneração dos membros da Comissão Executiva, tal como da dos restantes membros do Conselho de Administração, quando não é efectuada directamente pela Assembleia Geral, é cometida a uma comissão de accionistas por esta nomeada – a usualmente designada Comissão de Fixação de Vencimentos. Entende-se, porém, que esta Comissão não é a sede mais adequada para a fixação das remunerações dos administradores executivos. Com efeito, tais comissões não têm, por regra, informação e formação suficientes para desempenhar cabalmente a missão de fixação das regras de remuneração, ou seja, para efectuar um julgamento justo

quanto ao efectivo desempenho de cada um dos administradores executivos, facto que as coloca em situação de dependência face à Comissão Executiva. Acresce que a legitimidade dos administradores não executivos não é menor que a legitimidade dos membros da Comissão de Fixação de Vencimentos, dado que todos são eleitos pelos accionistas. Assim, recomenda-se que:

- 40) *A avaliação do desempenho anual dos administradores executivos, no que respeita ao exercício das funções que lhes tenham sido delegadas, bem assim como a fixação da sua remuneração compitam à totalidade dos administradores não executivos, recomendando-se que os trabalhos preparatórios sejam cometidos, nos termos previstos em adequado regulamento, a uma Comissão de Avaliação, Nomeação e Remunerações, exclusivamente eleita e integrada por administradores não executivos, da qual façam parte administradores independentes*²³²;
- 41) *Esta avaliação deverá ser precedida de uma orientação, quanto aos seus critérios fundamentais, que seja estabelecida nos estatutos ou aprovada pela Assembleia Geral. A Assembleia Geral deverá também fixar, em cada mandato, o montante global máximo das remunerações fixas, assim como a percentagem máxima dos lucros que podem ser afectos a remuneração variável e o regime de pensões do Conselho de Administração;*
- 42) *Da avaliação anual de desempenho dos administradores executivos feita pelos administradores não executivos, deve ser dada informação aos accionistas;*
- 43) *Esta Comissão proponha ao Conselho e este proponha à Assembleia Geral a aprovação prévia de todos os mecanismos de compensação baseados em opções ou acções da própria empresa aplicáveis tanto aos membros da Comissão Executiva, como a quadros e trabalhadores que não sejam administradores*²³³;
- 44) *A definição da política de remunerações dos quadros superiores da empresa, bem assim como a fixação das regras de avaliação do respectivo desempenho, compita ao Conselho de Administração, o qual – com base em proposta da Comissão de Avaliação, Nomeação e Remunerações – deve procurar criar um quadro claro, equilibrado e competitivo, e que não se constitua como factor de constrangimento à fixação dos vencimentos dos administradores executivos;*

²³² Dado que o Artº 399 do Código das Sociedades Comerciais atribui à assembleia geral de accionistas, ou a uma comissão por aquela nomeada, a fixação das remunerações de cada um dos administradores, a concretização desta recomendação exigirá modificação legislativa no sentido propugnado.

²³³ Recomendação abrangida pela Recomendação nº 10 da CMVM, no que se refere à aprovação pela Assembleia Geral dos planos de atribuição de acções ou opções à administradores e trabalhadores.

- 45) *Anualmente, no âmbito do Relatório Anual, o Conselho de Administração preste informação aos accionistas sobre a composição e actividade desta Comissão, designadamente sobre a metodologia e critérios utilizados nas avaliações;*
- 46) *O Relatório Anual contenha desejavelmente informação sobre a remuneração atribuída a cada um dos membros do Conselho de Administração, sendo que nos casos dos membros da Comissão Executiva deve distinguir-se a componente variável da componente fixa. Entende-se que a informação mínima sobre estas matérias engloba a remuneração do Presidente do Conselho de Administração, a remuneração fixa e variável do Presidente da Comissão Executiva, a remuneração fixa e variável do Vice-Presidente da Comissão Executiva, a remuneração fixa e variável do conjunto dos demais elementos da Comissão Executiva e uma indicação da amplitude do intervalo de remuneração individual dos demais elementos da Comissão Executiva. Também para os administradores não executivos, constitui informação mínima a remuneração atribuída ao conjunto dos elementos abrangidos, bem como uma indicação da amplitude do intervalo de remuneração individual. Deverá igualmente ser divulgada informação sobre remunerações percebidas em outras empresas do grupo ou em representação do grupo em terceiras entidades, sejam quais forem as funções exercidas. Deverá ainda ser dada informação sobre remunerações recebidas pelos administradores executivos decorrentes de funções directa ou indirectamente exercidas em empresas controladas por accionistas de referência²³⁴.*

Aspecto frequentemente negligenciado entre as empresas portuguesas, que urge inverter, é a formalização e a divulgação dos processos de nomeação. Nesse sentido, recomenda-se que:

- 47) *Caso seja necessário proceder à cooptação de um administrador, o processo de selecção seja conduzido pela Comissão de Avaliação, Nomeação e Remunerações, a qual deve efectuar uma proposta fundamentada ao Conselho de Administração;*
- 48) *O processo de cooptação de novos administradores seja explicitado e fundamentado no Relatório Anual dirigido aos accionistas;*
- 49) *Qualquer proposta à Assembleia Geral de ratificação de cooptação de administradores ou qualquer proposta de lista para uma nova eleição seja fundamentada no trabalho efectuado por esta Comissão;*
- 50) *A Comissão de Avaliação, Nomeação e Remunerações acompanhe o processo de selecção e nomeação de quadros superiores, em ordem a garantir que a empresa disponha de uma base de recrutamento de futuros administradores executivos que garantam a tranquilidade de futuras sucessões.*

²³⁴ Recomendação parcialmente abrangida pelo Capítulo IV, nº 5 do Anexo ao Regulamento nº 7/2001 da CMVM.

Comissão de Auditoria

Um elemento nuclear de qualquer sistema de governo das sociedades é a integridade, veracidade e suficiência da informação económica e financeira divulgada. Essa informação baseia-se nos documentos e relatórios preparados pelo departamento financeiro da empresa, e a sua conformidade com as normas aplicáveis, bem assim como a sua autenticidade e exaustividade devem ser objecto de auditoria. Sem prejuízo da existência de mecanismos de auditoria interna, tais relatórios devem ser analisados por auditores externos independentes, competentes e qualificados, segundo os mais exigentes padrões internacionais. Compete ao Conselho de Administração assegurar que assim acontece. Para o efeito, recomenda-se que:

- 51) *No seio do Conselho de Administração, seja criada uma Comissão de Auditoria, exclusivamente eleita e integrada por administradores não executivos, maioritariamente composta por administradores independentes, um dos quais desempenhando as funções de presidente, com o objectivo principal de, nos termos de adequado regulamento, assegurar que a informação financeira foi de facto analisada por auditores externos independentes, competentes e qualificados, segundo os padrões internacionais, e que a informação divulgada reflecte a verdadeira situação da empresa*²³⁵;
- 52) *Entre os membros da Comissão de Auditoria se inclua pelo menos um membro de elevada competência e reputação nas áreas financeira, contabilística e de auditoria e um membro com conhecimento operacional sobre os principais negócios da empresa;*
- 53) *Nenhum membro integre a Comissão de Auditoria por um período de tempo que exceda dois mandatos sucessivos;*
- 54) *A esta Comissão de Auditoria caiba a definição do âmbito e da profundidade dos serviços de auditoria externa, incluindo a aprovação dos planos e programas de actividade, competindo-lhe escolher o prestador destes serviços, negociar a respectiva remuneração e zelar para que sejam asseguradas, dentro da empresa, as condições adequadas à prestação dos serviços;*
- 55) *A Comissão de Auditoria seja o interlocutor da empresa com o auditor externo, e o primeiro destinatário dos respectivos relatórios de auditoria;*

²³⁵ Embora o cumprimento das recomendações 53) a 65) (criação da Comissão de Auditoria e definição das suas competências) não exija qualquer alteração legislativa imediata, deverá ter-se em atenção que a revisão da Oitava Directiva comunitária, sobre o regime da revisão legal de contas, e a sua consequente transposição para a ordem jurídica portuguesa poderão ocasionar modificações legislativas, bem como aos princípios e regras propostos nas referidas recomendações. V. atrás (Cap. II, 4.2.4. (iv), *Concretização dos Planos de Acção da Comissão Europeia*) a génese e principais aspectos da revisão da Oitava Directiva, no âmbito do plano de acção "Reforçar a revisão oficial de contas na União Europeia".

- 56) *A prestação de serviços de não auditoria por parte do auditor externo seja sujeita a prévia aprovação da Comissão de Auditoria, a qual não deve dar a sua anuência caso entenda que não fica salvaguardada a independência daquele auditor;*
- 57) *A Comissão de Auditoria reporte, no Relatório do Conselho de Administração, todas as relações económicas da empresa com o auditor externo, detalhando em particular o valor das importâncias que lhe foram pagas, distinguindo entre serviços de auditoria e não auditoria²³⁶;*
- 58) *A Comissão de Auditoria avalie todos os anos o trabalho do auditor externo e proceda com a mesma periodicidade à confirmação do auditor ou à sua substituição por outro, informando a Assembleia Geral das razões dessa substituição;*
- 59) *À Comissão de Auditoria compita igualmente a supervisão do sistema de controlo interno e de riscos, sem prejuízo da superintendência funcional da Comissão Executiva sobre estes serviços;*
- 60) *No âmbito das competências da Comissão de Auditoria referidas no ponto anterior se inclua a aprovação dos manuais do departamento de auditoria interna, a aprovação do respectivo plano e programa de actividades e o conhecimento das principais conclusões e recomendações dos relatórios de auditoria elaborados;*
- 61) *A Comissão de Auditoria promova a articulação e o confronto entre os trabalhos da auditoria interna e da auditoria externa;*
- 62) *A Comissão de Auditoria promova, estimule e facilite a existência de divulgação interna de informações envolvendo praticas ilícitas ou antiéticas²³⁷;*
- 63) *A Comissão de Auditoria tenha a possibilidade de contratar os serviços de terceiros que entenda necessários ao bom desempenho das suas funções;*
- 64) *A Comissão de Auditoria informe sobre o desenvolvimento das suas actividades, tanto o Conselho de Administração, numa base permanente, como os accionistas, no âmbito do Relatório Anual do Conselho de Administração.*

Comissão do Governo da Sociedade

A forma como está a ser governada a empresa e a eficiência do Conselho de Administração e das suas diversas Comissões devem ser periodicamente avaliadas pelo Conselho de Administração no seu todo. A operacionalidade do cumprimento desta

²³⁶ Recomendação abrangida pelo Capítulo I, ponto 10. do Anexo ao Regulamento nº 7/2001 da CMVM.

²³⁷ Recomendação abrangida, quanto à existência de uma política de comunicação interna de irregularidades, pela Recomendação nº 10-A da CMVM.

missão justifica a sua delegação numa Comissão, a qual pode ser autónoma ou pode tratar-se da Comissão de Avaliação, Nomeação e Remuneração. Seja qual for o enquadramento escolhido, recomenda-se que:

- 65) *O Conselho de Administração avalie o seu desempenho global, bem assim como o desempenho das diversas comissões existentes além da Comissão Executiva, e o sistema de governo adoptado, podendo os trabalhos preparatórios ser cometidos a uma Comissão específica*²³⁸;
- 66) *Anualmente, o Relatório do Conselho de Administração dê conta da acção referida no ponto anterior, e apresente as medidas implementadas ou a implementar tendo em vista a melhoria do sistema de governo da empresa.*

2.4 AUDITORIA EXTERNA

A auditoria externa é um dos pilares mestres de qualquer sistema de governo, na medida em que é da eficácia, exaustividade e independência do seu trabalho que emergem a qualidade e a credibilidade da informação económica e financeira reportada pela empresa. Os auditores têm, pois, a responsabilidade de desenvolver um trabalho de valor técnico incontroverso, de profundidade e extensão adequadas e com total independência face ao Conselho de Administração, a quaisquer accionistas individuais ou a quaisquer outros interesses particulares, visando apenas assegurar que a informação reportada retrata com exactidão a situação económica e financeira da empresa. Para isso, e para salvaguardar uma imagem de credibilidade e independência, entende-se recomendável que:

- 67) *Os auditores externos se abstenham de colocar-se em situações de dependência face a qualquer empresa ou qualquer grupo de empresas, evitando designadamente que um cliente individual represente uma parcela expressiva da sua facturação;*
- 68) *As empresas de auditoria divulguem a sua facturação, uma lista de clientes (empresas e grupos de empresas) que representem mais de 5 por cento dos seus proveitos totais, e indiquem a percentagem individual de cada um desses clientes;*
- 69) *Caso, no âmbito das opções previstas pela 8ª Directiva, se opte pela rotação dos auditores, o auditor cessante tenha a obrigação de proceder a uma leal e exacta transição de dossiers para o novo auditor;*
- 70) *Caso, no âmbito das opções previstas pela 8ª Directiva, se opte pela rotação dos partners, o partner cessante tenha a obrigação de proceder a uma leal e exacta transição de dossiers para o novo partner;*

²³⁸ A Recomendação nº 7 da CMVM aconselha a criação de “comissões de controlo internas” com atribuição de competências na avaliação da estrutura e governo societários.

71) *Qualquer partner ou colaborador da empresa de auditoria não trabalhe, nem receba qualquer compensação por futuro trabalho, em empresa a que tenha prestado serviços de auditoria, antes de decorrido pelo menos dois anos após a cessação da prestação daqueles serviços.*

2.5 AUDITORIA INTERNA E OUTROS MECANISMOS INTERNOS DE DETECÇÃO E GESTÃO DE RISCOS

Os Conselhos de Administração têm a obrigação de criar e de manter em funcionamento, com eficácia e eficiência, mecanismos que visem a detecção e a gestão de riscos, tanto no que respeita às actuais actividades da empresa, como no que respeita a novas actividades. Nesse sentido, recomenda-se que:

72) *O Conselho de Administração mantenha um sistema adequado de controlo interno, em ordem a proteger os interesses dos accionistas, os investimentos da empresa e os seus activos e, além disso, com periodicidade pelo menos anual, reveja a efectividade e a eficiência desse sistema, reportando aos accionistas os resultados desta acção.*

2.6 CONSELHO FISCAL

Manifestou-se já o entendimento de que deve ser cometida a uma Comissão de Auditoria formada no seio do Conselho de Administração a responsabilidade de assegurar que a informação financeira foi de facto analisada por auditores externos independentes, competentes e qualificados, segundo os mais exigentes padrões internacionais, e que a informação divulgada reflecte a verdadeira situação da empresa. Tal significa que se considera desejável que, quanto àquelas matérias, sejam transferidas para tal comissão as responsabilidades que actualmente impendem sobre o Conselho Fiscal. Tal medida justifica-se, por várias razões: i) Os administradores não executivos, tal como os membros do Conselho Fiscal são eleitos pela Assembleia Geral, pelo que gozam de idêntica legitimidade; ii) Os membros da Comissão de Auditoria terão maior informação e maior capacidade efectiva de acesso a informação que os membros do Conselho Fiscal, designadamente por força da sua presença nas reuniões do Conselho de Administração e da sua qualidade de membros deste Conselho; iii) Os membros da Comissão de Auditoria, dado serem igualmente membros do Conselho de Administração, gozam de maior prestígio e de maior capacidade de influência junto dos administradores executivos e da estrutura técnica da empresa que os membros do Conselho Fiscal; iv) Os membros da Comissão de Auditoria terão a responsabilidade de seleccionar, contratar, despedir e acompanhar a actividade dos auditores externos, ao contrário do Conselho Fiscal que é apenas destinatário do respectivo relatório final.

Esta matéria terá naturalmente de ser analisada no âmbito mais geral do direito das sociedades, de modo a salvaguardar-se, caso se entenda necessário, os objectivos que

presidiram à atribuição aos Conselhos Fiscais de outras funções, designadamente a fiscalização da administração da sociedade e da observância da lei e dos estatutos. Donde, recomenda-se que:

73) *Se pondere a extinção dos Conselhos Fiscais nas empresas que tenham condições para ter Comissões de Auditoria, transferindo-se para estas Comissões as suas responsabilidades e competências quanto à verificação da exactidão e fiabilidade da informação financeira, com salvaguarda dos objectivos mais amplos do direito das sociedades no que respeita a outras funções actualmente atribuídas aos Conselhos Fiscais*²³⁹;

74) *Nas empresas que, designadamente por força da sua menor dimensão, não tenham condições para ter Comissões de Auditoria, deve assegurar-se que, com as necessárias adaptações, o Conselho Fiscal desempenhe as funções que neste documento são atribuídas àquelas Comissões.*

2.7 COMISSÕES DE FIXAÇÃO DE VENCIMENTOS

A legislação nacional atribui à Assembleia Geral, ou a uma comissão de accionistas nomeados por esta, a responsabilidade de fixar os vencimentos de todos os membros do Conselho de Administração. Referiu-se já que se entende recomendável que a fixação das remunerações dos administradores executivos e a avaliação do seu desempenho sejam cometidas ao conjunto dos administradores não executivos, devendo os trabalhos preparatórios ser concretizados por uma Comissão de Avaliação e Nomeação e Remuneração. Concomitantemente, considera-se recomendável que:

75) *As remunerações dos administradores não executivos sejam fixadas directamente pela Assembleia Geral ou por uma comissão de accionistas por esta nomeada.*

2.8 ASSEMBLEIAS GERAIS

Como foi já anteriormente referido, em Portugal, de acordo com a generalidade das opiniões colhidas, as assembleias gerais não funcionam efectivamente como órgãos de controlo dos gestores das empresas. Nesse sentido, e com o intuito de aumentar a eficiência e a eficácia deste órgão, recomenda-se que:

76) *O Presidente da Mesa da Assembleia Geral seja independente, tanto da Comissão Executiva, como dos principais accionistas da empresa, e aja efectivamente como tal;*

²³⁹ A extinção dos Conselhos Fiscais nos termos propostos na recomendação 73) e a revisão das suas funções nos termos propostos na recomendação 74) exigirão alterações às disposições legislativas que prevêm a existência e regime dos Conselhos Fiscais.

- 77) *Todos os accionistas actuem de forma activa assumindo a sua qualidade de proprietários da empresa;*
- 78) *Sejam adoptadas as novas tecnologias na comunicação com os accionistas e na sua participação na Assembleia Geral, que permitam que os accionistas sejam efectiva e atempadamente informados dos assuntos que irão ser discutidos e possam participar nessa discussão²⁴⁰. Recomenda-se além disso que o sítio na Internet da empresa contenha, em permanência, todos os Relatórios Anuais e todas as demais informações necessárias para que os accionistas actuais e potenciais possam reconstituir a sua história económica e financeira;*
- 79) *Em particular, seja permitido a qualquer accionista apresentar, divulgar e justificar propostas para votação em Assembleia Geral através do sítio na Internet da empresa ou usando os mecanismos de correio electrónico utilizados pela empresa para comunicar com os seus accionistas e com os investidores em geral.*

2.9 MEDIDAS CONTRÁRIAS AO FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE CONTROLO DE EMPRESAS

Embora reconhecendo que o mercado de controlo de empresas se rege por outros motivos que não exclusivamente a penalização dos desempenhos deficientes das equipas de gestão, entende-se que, do ponto de vista da melhoria da eficiência do governo das empresas, é recomendável que:

- 80) *Sejam abolidas medidas que limitem o funcionamento do mercado de controlo de empresas;*
- 81) *Seja estimulado que cada acção corresponda a um voto e que haja coincidência entre a percentagem de direitos de voto e de direitos de cash flow de cada accionista.*

2.10 NEGÓCIOS COM ACCIONISTAS E RELAÇÕES COMERCIAIS IMPORTANTES

A realização de negócios com accionistas maioritários ou minoritários influentes é susceptível de originar prejuízo para os pequenos accionistas. Por isso, entende-se ser recomendável que:

- 82) *Os accionistas com posições superiores a 5 por cento identifiquem ao Conselho de Administração todos os fornecedores e clientes da empresa que com eles mantenham interesses comerciais comuns relevantes;*

²⁴⁰ Recomendação abrangida pelo Regulamento n.º 11/2003, art.º 3-A, da CMVM.

- 83) *Todas as transacções da empresa com accionistas com posições superiores a 2 por cento, ou com terceira entidade com quem aqueles mantenham interesses comerciais comuns relevantes, sejam formalizadas e realizadas nas condições de mercado, e quando tais operações não ocorram em condições de mercado sejam previamente aprovadas ou pelo Conselho de Administração ou pela Comissão de Auditoria, consoante o que fique definido nos respectivos regulamentos;*
- 84) *As transacções da empresa com accionistas com posições superiores a 2 por cento, ou com terceira entidade com quem aqueles mantenham interesses comerciais comuns relevantes, sejam anualmente comunicadas aos demais accionistas, incluindo os procedimentos adoptados na sua contratação;*
- 85) *O Conselho de Administração divulgue e caracterize todas as relações importantes que mantém para obtenção de financiamento e prestação de serviços relevantes, devendo ficar particularmente claro quais as instituições a que recorre para obtenção de financiamento, consultoria e aconselhamento e qual a importância relativa de cada um.*

2.11 TRANSACÇÕES COM ACÇÕES DA EMPRESA

Sem prejuízo de outras práticas de adequada salvaguarda da integridade do mercado que no âmbito da legislação ou do código de conduta de cada empresa sejam fixadas, considera-se recomendável que:

- 86) *Os accionistas com posições relevantes na empresa, os administradores e os quadros superiores com acesso a informação privilegiada na sociedade apresentem ao Conselho de Administração informação completa e detalhada das operações que efectuem com valores mobiliários da sociedade e de sociedades participadas por esta. Os administradores e os quadros da empresa devem abster-se de realizar operações sobre os valores mobiliários por esta emitidos em períodos temporais definidos em torno de datas de divulgação de informações relevantes;*
- 87) *Os lucros auferidos por meio da compra ou venda de acções com acesso a informação privilegiada não sejam apropriados por esses compradores ou vendedores²⁴¹.*

²⁴¹ Conforme assinalado na nota de rodapé nº 126, foi desencadeado em 2005, através da autorização legislativa constante da Lei nº 55/2005, de 18 de Novembro, o processo de revisão do CVM, visando transpor para o ordenamento jurídico português a Directiva nº 2003/6/CE, sobre "abuso de mercado". Conta-se entre as novas disposições a que prevê, dentro da mesma ordem de preocupações desta recomendação, a apreensão das vantagens patrimoniais resultantes dos crimes de abuso de informação privilegiada ou de manipulação de mercado e a sua afectação prioritária à reparação dos lesados que tenham feito valer a sua pretensão no processo-crime.

2.12 DESPESAS CONFIDENCIAIS

As despesas confidenciais envolvem opacidade e são susceptíveis de conflitar com os interesses dos accionistas e/ou da sociedade no seu todo, além de que prejudicam a confiança dos investidores. Donde, recomenda-se que:

88) *As práticas de contabilização de despesas confidenciais ou não documentadas sejam eliminadas e a legislação deixe de permitir a sua existência, e não apenas o seu agravamento fiscal*²⁴².

2.13 POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Os accionistas têm direito a receber dividendos. A sua distribuição deve ocorrer sempre que se registem resultados positivos e a empresa não tenha oportunidades de investimento suficientemente atractivas. Nesta matéria, em concreto, recomenda-se que:

89) *O Conselho de Administração submeta à aprovação da Assembleia Geral uma política de dividendos de longo prazo;*

90) *O Conselho de Administração anuncie e explicita qualquer alteração que entenda propor à Assembleia Geral relativa a essa política de dividendos, devendo em particular justificar detalhadamente quais os objectivos de investimento e as perspectivas de rentabilidade sempre que se trate de distribuir dividendos em nível, relativo ou absoluto, inferior ao previsto.*

2.14 CÓDIGOS DE CONDUTA OU DE ÉTICA

Os Conselhos de Administração devem, como antes referido, desenvolver uma cultura de ética e proceder à sua disseminação por todos os níveis hierárquicos da empresa. A existência e o cumprimento de um Código de Conduta ou de Ética contribuirá, seguramente, para o cumprimento de tal desiderato. Nesse sentido, recomenda-se que:

91) *As empresas tenham Códigos de Conduta ou de Ética, procedam à sua divulgação e tomem medidas destinadas a promover o seu efectivo cumprimento;*

92) *Nesses Códigos de Conduta ou de Ética se determine que os administradores, quadros superiores e outros colaboradores com acesso a informação privilegiada se devem abster de realizar transacções em períodos centrados sobre datas em que há divulgação*

²⁴² A proibição de contabilização de despesas confidenciais ou não documentadas implicará alteração da legislação em vigor, que as admite, embora não as aceitando como custo fiscal e tributando-as autonomamente.

de factos relevantes, nomeadamente a divulgação dos resultados, bem como de realizar operações de muito curto prazo, nos termos a definir nos referidos Códigos.

2.15 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Os investidores institucionais, pela sua dimensão e sofisticação, ocupam uma posição de especial destaque nos mercados de capitais. Tais investidores têm, por isso, especial obrigação de contribuir para o bom funcionamento e credibilidade deste mercado. Nesse sentido, recomenda-se que:

- 93) *Os investidores institucionais enunciem as linhas mestras da política de governo das sociedades que consideram mais adequada, identificando quais são as práticas que julgam recomendáveis e as práticas que consideram contrárias aos interesses dos accionistas das empresas, e procurem adoptar medidas que tendam a velar pelo seu cumprimento;*
- 94) *Os investidores institucionais, no exclusivo interesse dos seus participantes, actuem como verdadeiros accionistas, intervindo activamente nas assembleias gerais das empresas, justificando sempre publicamente o sentido com que foi exercido o direito de voto, e explicitando em que medida esse exercício é coerente com a política por si perfilhada sempre que se trate de matérias de governo das sociedades²⁴³;*
- 95) *Os investidores institucionais contribuam através do exercício dos seus direitos de voto para que as boas práticas de governo sejam introduzidas nas empresas.*

2.16 ACCIONISTA ESTADO

O Estado português mantém posições relevantes no capital de algumas das empresas cotadas em bolsa. O Estado tem o dever de exercer os respectivos direitos de propriedade e de controlo. Não deve, porém, confundir-se o exercício dos poderes accionistas com o exercício de funções de regulação e de definição de políticas sectoriais. Nesse sentido, recomenda-se que:

- 96) *O Estado exerça os seus direitos enquanto accionista em empresas cotadas como se de um accionista privado se tratasse, devendo abster-se de utilizar essas empresas como instrumentos de regulação ou de política sectorial.*

²⁴³ Nos termos do Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo (Decreto-Lei nº 252/2003, de 17 de Outubro) e do Regulamento nº 15/2003 da CMVM, as entidades gestoras de fundos de investimento mobiliário já devem comunicar à CMVM e ao mercado a justificação do sentido do exercício do direito de voto inerente às acções das carteiras que gerem, sendo essa comunicação obrigatória quando aqueles direitos excedam 2% dos correspondentes ao capital da sociedade emitente.

VI. BIBLIOGRAFIA E FONTES DE INFORMAÇÃO

- Alves, C. (2005), *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*, Coimbra: Livraria Almedina.
- Australian Stock Exchange Corporate Governance Council (2003), *Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendation*, Australian Stock Exchange.
- Câmara, P. (2001), *"O Governo das Sociedades em Portugal: uma Introdução"*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 12.
- Câmara, P. (2002), *"Códigos de Governo das Sociedades"*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 15.
- Carter, C. e Lorsch, J. (2004), *"Back to the Drawing Board"*, Harvard Business School Press
- Charkham, J. (1995), *Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries*, Oxford e New York: Oxford University Press.
- Circulo de Empresários Espanhóis (1996), *"Una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de Administración"*, www.ecgi.org.
- CMVM (1999), «Recomendações Sobre o Governo das Sociedades Cotadas», www.cmvm.pt.
- Código Preda (1999/2002), *"Rapporte Codice di Autodiscipline"*, www.ecgi.org.
- Corporate Governance Research Foundation for Pension Funds (2004), *"Corporate Governance Manual"* (2004), Holanda, Corporate Governance Research Foundation for Pension Funds (SGOP-Holanda), www.ecgi.org.
- Deloitte e ESADE-Escuela Superior de Administración y Dirección de Empresas (2004), *"Analices sobre la situación actual de las empresas españolas en relación con el Buen Gobierno"*.
- Deutsche Bank (2005), *Beyond the Numbers: Corporate Governance in Europe*, Mimeo.
- ECB Monthly Bulletin, 2005, *"The Evolving Framework for Corporate Governance"*, Maio.
- Faccio, M. e L. Lang (2002), «The Ultimate Ownership of Western European Corporations», *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, Nº 3, pp. 365-395.
- Felton, R. (2004a), *"A New Era in Corporate Governance"*, Mckinsey Quarterly, nº 2.
- Felton, R. (2004b), *"Splitting Chairs: should CEO's give up the Chairman's Role?"*, Mckinsey Quarterly, nº 4.
- Felton, R. (2005), *"The View from the Boardroom"*, Mckinsey Quarterly, Special Edition.
- Financial Times e Ernst & Young (2005), *"The Evolving Framework for Corporate Governance"* Maio/Junho.
- Fundación de Estudios Financieros (2002), «Estudio para la Mejora del Gobierno Corporativo, La Transparencia Informativa y los Conflictos de Interés», *Papeles de la Fundación nº1*.
- Heidrick & Struggles (2003), *Corporate Governance Best Practices: A Blueprint for the Post-Enron Era*, Mimeo.
- Jensen, M. (2004), «Agency Costs of Overvalued Equity», ECGI Finance Working Paper Nº 39/2004 e Harvard NOM University Working Paper Nº 04-26.
- Jong, A., D. DeJong, G. Mertens e P. Roosenboom (2005), «Royal Ahold: A Failure of Corporate Governance», ECGI, Finance Working Paper Nº 67/2005.
- KPMG (2002), *"Corporate Governance in Europe – Survey 2001/2002"*
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, e A. Shleifer (1999), «Corporate Ownership Around The World», *Journal of Finance*, Vol. 54, nº2, pp. 471-518.
- McKinsey (2002), *Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance*, Mimeo.
- Moeller, S., F. Schlingemann e R. Stulz (2005?), «Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of

- Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave», *Journal of Finance*, Vol. 60, N° 2, pp. 757-782.
- OCDE (1999), «OECD Principles of Corporate Governance», *OECD Publications*, www.oecd.org.
- Peyrelevede, J. (1995), «*Le Corporate Governance*», Les Cahiers de l'Institut de l'Entreprise, n° 19
- Relatório Aldama (2003), «*Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas*» (Espanha), www.ecgi.org.
- Relatório Cadbury (1992), *Report of The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London: Gee.
- Relatório Hampel (1998), *Committee on Corporate Governance: Final Report*, www.cnmv.es/index.htm.
- Relatório Olivencia (1998), *Código de Buen Gobierno*, www.CNMV.es.
- Relatório Viénot (1995), *Le Conseil d'Administration des Societes Cotees – Rapport du Comité sur le Gouvernement d'entreprise présidé par Marc Vienót*. Paris: MEDEF.
- Relatório Viénot II (1999), «*Rapport du Comité sur le Gouvernement d'Entreprise présidé par Marc Viénot*», Paris, MEDEF/AFEP.
- Relatórios do Governo das Sociedades das Empresas Cotadas, www.cmvm.pt.
- Rose, C. e C. Mejer (2003), «The Danish Corporate Governance System: From Stakeholder Orientation Towards Shareholder Value», *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 11, pp. 335-344.
- Shleifer, A. e R. Vishny (1997), «A Survey of Corporate Governance», *Journal of Finance*, Vol. 52, n° 2, pp. 737-783.
- Silva, J. (2004), «*O Action Plan da Comissão Europeia e o contexto da Corporate Governance no início do Séc. XXI*», Caderno do Mercado de Valores Mobiliários, n° 18.
- The Financial Reporting Council (2003), «*The Combined Code on Corporate Governance*» (2003), The Financial Reporting Council (Reino Unido), www.ecgi.org.
- Walkner, C. (2004), «*Issues in Corporate Governance*», Comissão Europeia, Direcção Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros, Economic Papers, http://europa.eu.int/comm/economy_finance.
- Webley, S. (1988), «*Company Philosophies and Codes of Business Ethics*», Institute of Business Ethics.
- Weil, Gotshal & Manges (2002), «*Comparative Study of Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its Member States*», www.ecgi.org/codes/documents.

ANEXOS

Anexo I – Lista de Instituições e Personalidades Auscultadas

LISTA DE INSTITUIÇÕES E PERSONALIDADES AUSCULTADAS E QUE DERAM CONTRIBUTOS RELEVANTES PARA A REALIZAÇÃO DO LIVRO BRANCO

ACEG – Associação Cristã de Empresários e Gestores: Jorge Líbano Monteiro.

António Borges, Presidente do Instituto Europeu de Corporate Governance.

Associados do Instituto Português de Corporate Governance: Paulo Câmara; Rui Beja.

Banco BPI: Artur Santos Silva, Presidente do C.A.; Luís Ricardo Araújo (Director de Relações com Investidores); Miguel Amado (Direcção de Relações com Investidores); Miguel Pessanha Moreira (Direcção Jurídica); José Barreto Tavares, Assessor do C.A.

Banco Comercial Português: Paulo Teixeira Pinto, Presidente do C.A.; Fernando Adão da Fonseca, Secretário Geral.

Banco Espírito Santo: Rui Silveira, Administrador; João Gomes da Silva, Assessoria Jurídica do C.A.

Boston Consulting Group: Luís Gravito; Rafael Cerezo Laporta.

Brisa: Vasco José de Mello, Presidente do C.A.; Luís d’Eça Pinheiro, Director de Relações com Investidores, Comunicação e Sustentabilidade.

Cimpor: Filipa Saraiva Mendes, Gabinete de Relações com os Investidores.

CMVM: Carlos Tavares, Presidente do Conselho Directivo; Conselho Directivo; Paulo Câmara, Director do Departamento de Supervisão de Informação Financeira e Operações.

Conselho Superior do Instituto Português de Corporate Governance: António Beja, Diogo Lucena, Francisco Sanchez, João Salgueiro, Manuel Ferreira de Oliveira, Maria do Carmo Fonseca; Paulo Azevedo.

Deloitte & Touche: Luís Magalhães; António Dias; Jorge Marrão.

Direcção do Instituto Português de Corporate Governance: Luísa Antas, Fernando Adão da Fonseca; Pedro Rebelo de Sousa.

EDP: Francisco de la Fuente Sánchez, Presidente do C.A.; A.J. Marrachinho Soares, Director.

Euronext: Miguel Athayde Marques, Presidente do C.A.; Pedro Rodrigues Pinto, Secretário da Sociedade.

Fernando Pessoa Jorge, Professor de Direito Jubilado.

Frederico Pereira Coutinho e João Mattamueros Resende, advogados da Gonçalves Pereira, Castelo Branco & Associados – Sociedade de Advogados.

Heidrick & Struggles: Rafael Mora.

Jerónimo Martins: Elísio Soares dos Santos, Presidente do C.A.; José Soares dos Santos.

Jorge Figueiredo Dias, Professor da Faculdade de Direito de Coimbra.

McKinsey & Company: Miguel Callé Lucas; Robert Felton.

Pedro Rebelo de Sousa e Paulo Fernando Bandeira, advogados da Simmons & Simmons Rebelo de Sousa.

Portugal Telecom: João Melo Franco, Administrador.

PTM: Zeinal Bava, Presidente da C.E.; Francisco Silva Nunes, Director de Reporte e Consolidação.

Sonae: Paulo Azevedo, CEO da Sonae.Com; David Bain, Adviser do Grupo Sonae para Corporate Governance; José Luís Amorim, Controller do Grupo Sonae.

Anexo II – Lista de Códigos de Bom Governo

ANO		CÓDIGO	FONTE
1991	Reino Unido	Good Boardroom Practice: A Code for Directors	Institute of Chartered Secretaries & Administrators
		The Role and Duties of Directors – A Statement of Best Practice	Institutional Shareholders Committee
1992	Reino Unido	The Financial Aspects of Corporate Governance (Relatório Cadbury)	Financial Reporting Council London Stock Exchange
1994	Reino Unido	PIRC Shareholder Voting Guidelines (atualizado em 2001 e anos seguintes)	Pensions Investment Research Consultants (PIRC)
1995	França	Le Conseil d'Administration des Sociétés Cotées (Relatório Vienot I)	Conseil National du Patronat Français Association Française des Entreprises Privées
	Reino Unido	Study Group on Directors' Remuneration (Relatório Greenbury)	Confederation of British Industry
1996	Espanha	Una Propuesta de Normas para un mejor Funcionamiento de los Consejos de Administración	Círculo de Empresarios
1997	Holanda	Forty Recommendations on Corporate Governance in the Netherlands	Committee on Corporate Governance
		Ten Recommendations on Corporate Governance	Vereniging van Effectenbezitters (VEB)
	Finlândia	Corporate Governance Code for Public Limited Companies	The Central Chamber of Commerce and the Confederation of Finnish Industry & Employers
	Reino Unido	Statement on U.K. Corporate Governance and Voting Policy	Hermes Investment Management Ltds

(continuação)

ANO		CÓDIGO	FONTE
1998	Alemanha	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)	Ministério da Justiça Alemão
		DSW Guidelines	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.
	Bélgica	Code de Bonne Conduite	Fédération des Entreprises de Belgique
		Recommandations en matière d'informations à diffuser par les sociétés cotées	Commission Bancaire et Financière
		Corporate governance pour les sociétés belges cotées (Relatório Cardon)	Commission belge du corporate governance
	França	Recommandations sur le Gouvernement d'Entreprises	Commission du Gouvernement d'Entreprise (AFG/ASFFI) (Comissão Hellebuyck)
	Espanha	El Gobierno de las Sociedades Cotizadas (Código Olivencia)	Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades
	Reino Unido	Committee on corporate governance: final report (Relatório Hampel)	National Association of Pension Funds (NAPF) London Stock Exchange Confederation of British Industry (CBI) Institute of Directors (IOD) Consultative Committee of Accountancy Bodies (CCAB) Association of British Insurers (ABI)
The Combined Code : Principles of Good Governance and Code of Best Practice		Committee on Corporate Governance (Comissão Hampel)	

(continuação)

ANO		CÓDIGO	FONTE
1999	França	Rapport du Comité sur le Gouvernement d'Entreprise (Relatório Vienot II)	Association Française des Entreprises Privées Mouvement des Entreprises de France
	Grécia	Principles on Corporate Governance in Greece: Recommendations for its Competitive Transformation	Committee on Corporate Governance in Greece (under the coordination of the Capital Market Commission)
	Irlanda	Corporate Governance, Share Option and Other Incentive Schemes	Irish Association of Investment Managers
	Itália	Rapporto Codice di Autodisciplina (Código Preda)	Comitato per la Corporate Governance delle Società Quotate
	Portugal	Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas	Comissão de Mercados de Valores Mobiliários
	Suécia	Swedish Shareholders Association Policy	Swedish Shareholders Association
	Reino Unido	Internal Control : Guidance for Directors on the Combined Code (Relatório Turnbull)	Institute of Chartered Accountants in England and Wales
2000	Bélgica	La Charte de l'Administrateur	La Fondation des Administrateurs
	Dinamarca	Guidelines on good Management of a listed Company	Danish Shareholders Association
	Finlândia	Handling Corporate Governance Issues in State-owned Companies and Associated Companies	Ministério do Comércio e Indústria
	Alemanha	German Code of Corporate Governance	Berliner Initiativkreis
		Corporate Governance Rules for German Quoted Companies	German Panel on Corporate Governance
Roménia	Corporate Governance Code	International Center for Entrepreneurial Studies, University of Bucharest	

(continuação)

ANO		CÓDIGO	FONTE
2001	Dinamarca	Norby Committee Report- Recommendations for good Corporate Governance	Copenhagen Stock Exchange
	Alemanha	Baums Commission Report (Bericht der Regierungskommission Corporate Governance)	Government Panel on Corporate
	Grécia	Principles of Corporate Governance	Federation of Greek Industries
	Holanda	Corporate Governance Manual	The Foundation for Corporate Governance Research for Pension Funds (Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen – SCGOP)
	Malta	Principles of Good Corporate Governance	Malta Stock Exchange
	Reino Unido	Code of Good Practice	Association of Unit Trusts and Investment Funds
	República Checa	Revised Corporate Governance Code	Czech Securities Commission
	Suécia	Corporate Governance Policy	Sveriges Aktiesparares Riksförbund (The Swedish Shareholders' Association)
	Portugal	Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades (revisão)	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
2002	Alemanha	The German Corporate Governance Code (Código Cromme)	Government Commission
	Áustria	Austrian Code of Corporate Governance	Austrian Working Group for Corporate Governance
	Chipre	Corporate Governance Code	The Cyprus Stock Exchange
	Eslováquia	Corporate Governance Code	Bratislava Stock Exchange

(continuação)

ANO		CÓDIGO	FONTE
2002 (cont.)	França	Pour un meilleur Gouvernement des Entreprises Cotées	Mouvement des Entreprises de France
	Hungria	Corporate Governance Recommendations	Budapest Stock Exchange
	Itália	Codice di Autodisciplina delle Società Quotate Revisitato (Código Preda)	Comitato per la Corporate Governance delle Società Quotate
	Polónia	Best Practices in Public Companies in 2002	The Best Practices Committee at Corporate Governance Forum
		The Corporate Governance Code for Polish Listed Companies (Código Gdansk)	The Polish Corporate Governance Forum
	Reino Unido	The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents - Statement of Principles	Association of British Insurers (ABI) Association of Investment Trust Companies (AITC) National Association of Pension Funds (NAPF) Investment Management Association (IMA)
The Hermes Principles		Hermes Pensions Management Limited	
2003	Alemanha	Amendment to the German Corporate Governance Code (Código Cromme)	Government Commission
	Chipre	Addendum of the Corporate Governance Code	The Cyprus Stock Exchange
	Dinamarca	Report on Corporate Governance in Denmark	Copenhagen Stock Exchange Committee on Corporate Governance
	Espanha	Código Aldama	Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y la Seguridad en los Mercados Financieros y las Sociedades Cotizadas

(continuação)

ANO		CÓDIGO	FONTE	
2003 (cont.)	Finlândia	Corporate Governance Recommendations for Listed Companies	Central Chamber of Commerce of Finland Confederation of Finnish Industry and Employers	
	França	Le Gouvernement d'Entreprise des Sociétés Cotées	Association Française des Entreprises Privées	
	Holanda	The Dutch corporate governance code	Corporate Governance Committee	
	Lituânia	Corporate Governance Code for the Companies listed on the National Stock Exchange of Lithuania	National Stock Exchange of Lithuania	
	Portugal	Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades (revisão)	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários	
	Reino Unido		The Combined Code on Corporate Governance	The Financial Reporting Council
			Review of the role and effectiveness of non-executive directors (Relatório Higgs)	Department of Trade and Industry
Audit Committees – Combined Code Guidance (Relatório Smith)			Financial Reporting Council	
Suécia	The NBK Recommendations	Swedish Industry and Commerce Stock Exchange Committee (Naringslivets Borskommitte – NBK)		
2004	Bélgica	Le Code Belge de Gouvernance d'Entreprise	Commission Corporate Governance	
	Eslovénia	Corporate Governance Code	Ljubljana Stock Exchange Association of Supervisory Board Members of Slovenia Managers' Association of Slovenia	

(continuação)

ANO		CÓDIGO	FONTE
2004 (cont.)	Espanha	Decálogo del Directivo	Asociación Española de Directivos
	França	Recommandations sur le Gouvernement d'Entreprise	L'Association Française de la Gestion Financière (AFG)
	Holanda	Corporate Governance Manual	Corporate Governance Research Foundation for Pension Funds (SCGOP)
	Polónia	Best Practices in Public Companies	The Best Practices Committee of the Warsaw Stock Exchange in association with the Corporate Governance Forum
	Reino Unido	Corporate Governance: A Practical Guide	RSM Robson Rhodes, in association with the London Stock Exchange
	República Checa	Corporate Governance Code based on the OECD Principles	Czech Securities Commission
	Suécia	Swedish Code of Corporate Governance	Government Code Group
2005	Dinamarca	Revised Recommendations for Corporate Governance in Denmark	Copenhagen Stock Exchange Committee on Corporate Governance
	Alemanha	Corporate Governance Code for Asset Management Companies	The German Working Group on Corporate Governance for Asset Managers
	Reino Unido	Internal Control: Revised Guidance or Directors on the Combined Code (Relatório Turnbull)	Financial Reporting Council
	Portugal	Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades (revisão)	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

Anexo III

RESUMO DOS PRINCÍPIOS DA OCDE SOBRE O GOVERNO DAS SOCIEDADES

(2004)

RESUMO DOS PRINCÍPIOS DA OCDE SOBRE O GOVERNO DAS SOCIEDADES²⁴⁴ (2004)

I – ENQUADRAMENTO EFICAZ DO GOVERNO DAS SOCIEDADES

Deve-se promover mercados transparentes e eficientes, respeitar o primado do direito e assegurar a divisão das responsabilidades entre autoridades de supervisão, autoridades reguladoras e autoridades incumbidas da aplicação das leis

II – DIREITOS DO ACCIONISTAS E FUNÇÕES RELATIVAS AO SEU EXERCÍCIO

Deve-se proteger e facilitar o exercício dos direitos dos accionistas

- São direitos dos accionistas: registar com segurança a titularidade; transmitir/transferir acções; obter informação relevante e atempada sobre a sociedade; participar e votar, pessoalmente ou por procuração, nas assembleias gerais; eleger e destituir os membros do órgão de administração; participar nos lucros da sociedade.
- Os accionistas devem ter o direito de participar nas decisões respeitantes a mudanças de fundo na sociedade (alteração dos estatutos, emissão de novas acções, transacções de carácter extraordinário).
- No exercício do direito de participar activamente e votar nas assembleias gerais, os accionistas devem receber informação sobre as respectivas regras de funcionamento e sobre as decisões a tomar na assembleia.
- Deve ser facilitada aos accionistas a participação na nomeação e eleição dos administradores.
- Os accionistas devem poder emitir opinião sobre a política de remuneração dos administradores e principais executivos e aprovar a componente accionista dos respectivos regimes de compensação.
- Devem ser divulgados os acordos e estruturas de capital atribuindo a determinados accionistas um controlo desproporcionado à sua participação no capital.
- Deve ser permitido aos mercados de controlo das sociedades funcionar de forma eficiente e transparente, sem medidas anti-OPA destinadas a ilibar das suas responsabilidades os administradores executivos e não-executivos.
- Os investidores institucionais fiduciários devem divulgar as suas políticas de governo das sociedades, de uso de direito de voto e de gestão de conflitos de interesses que possam afectar o exercício dos seus direitos.
- Os accionistas devem poder consultar-se sobre questões relativas aos seus direitos essenciais.

²⁴⁴ Tratando-se de um resumo, o presente texto sumaria apenas as disposições mais relevantes dos Princípios, não dispensando a sua leitura integral.

III – TRATAMENTO EQUITATIVO DOS ACCIONISTAS

Deve-se assegurar o tratamento equitativo dos accionistas (incluindo os minoritários e estrangeiros), os quais devem poder obter reparação efectiva por violação dos seus direitos

- Dentro da mesma categoria, todos os accionistas devem ter os mesmos direitos.
- Os accionistas minoritários devem ser protegidos contra acções abusivas e disporem de meios de obter reparação.
- Devem ser eliminados os obstáculos ao voto transfronteiras.
- Devem ser proibidos o abuso de informação privilegiada e a celebração abusiva de negócios com partes relacionadas.
- Os administradores e principais executivos devem divulgar se possuem interesses em operações que afectem a empresa.

IV – PAPEL DOS OUTROS SUJEITOS COM INTERESSES NO GOVERNO DAS SOCIEDADES (STAKEHOLDERS)

Deve-se acautelar os direitos legais e contratuais dos stakeholders e encorajar a sua cooperação com a sociedade, com vista à prossecução dos objectivos desta

- Devem-se criar mecanismos de optimização do desempenho, para reforço da participação dos trabalhadores.
- Os *stakeholders* (incluindo os colaboradores da empresa) devem poder comunicar livremente ao órgão de administração as suas preocupações com práticas ilegais ou contrárias à ética, não devendo os seus direitos ser prejudicados por esse facto.
- O governo das sociedades deve ser complementado com regulação eficaz da insolvência e do exercício efectivo dos direitos dos credores.

V – DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO E TRANSPARÊNCIA

Deve-se assegurar divulgação atempada e objectiva de todas as informações relevantes para a sociedade (incluindo informação financeira, desempenho, participações sociais, governo)

- As informações devem obedecer a rigorosas normas contabilísticas e aos requisitos de divulgação vigentes.
- Deve realizar-se auditoria anual por auditor independente e qualificado, visando assegurar que a informação financeira reflecte a situação financeira e o desempenho da empresa nos aspectos relevantes.
- Os auditores externos devem responder perante os accionistas.
- O governo das sociedades deve ser complementado por análises e pareceres de analistas, intermediários e sociedades de “rating”, em apoio às decisões dos investidores, mas evitando conflitos de interesses que possam comprometer a integridade dessas análises e pareceres.

VI – RESPONSABILIDADES DO ÓRGÃO DE ADMINISTRAÇÃO

Deve-se assegurar a gestão estratégica da empresa, o acompanhamento e fiscalização eficazes da gestão pelo órgão de administração e a responsabilização deste órgão perante a empresa e os accionistas

- Os administradores devem agir com base em informações completas, com diligência e boa-fé e no melhor interesse da empresa e dos accionistas.
- O órgão de administração deve tratar equitativamente todos os accionistas.
- O órgão de administração deve ter em conta os interesses dos *stakeholders*.
- O órgão de administração deve desempenhar certas funções fundamentais, incluindo:
 - gerir a estratégia da sociedade, os principais planos de acção, a política de risco, os orçamentos e negócios;
 - definir os objectivos de desempenho e fiscalizar a sua execução;
 - supervisionar os principais gastos de capital, aquisições e alienações;
 - fiscalizar a eficácia das práticas de governo das sociedades e proceder às necessárias mudanças;
 - seleccionar, compensar, fiscalizar e, quando necessário, substituir os principais executivos e supervisionar o planeamento das substituições;
 - harmonizar a remuneração dos administradores e principais executivos com os interesses a longo prazo da empresa e accionistas;
 - garantir um processo formal e transparente de nomeação e eleição do órgão de administração;
 - fiscalizar e gerir potenciais conflitos de interesses entre os administradores executivos, os não-executivos e os accionistas;
 - assegurar a integridade dos sistemas de contabilidade e de informação financeira da empresa e o funcionamento dos sistemas de controlo do risco, de controlo financeiro e operacional;
 - supervisionar o processo de divulgação de informações e comunicação.
- O órgão de administração deve exercer um juízo objectivo e independente sobre os negócios da sociedade. Nesse sentido:
 - o órgão de administração deve ponderar a designação de administradores não-executivos para tarefas que possam ser afectadas por conflitos de interesses;
 - devem ser bem definidos e objecto de divulgação o mandato, composição e métodos de trabalho das comissões do órgão de administração;
 - os administradores devem dedicar-se efectivamente ao desempenho das suas funções.
- Os administradores devem ter acesso a informações rigorosas, relevantes e oportunas.

Anexo IV

**LISTA COMPLETA DAS MEDIDAS INCLUÍDAS NO “PLANO DE ACÇÃO
PARA MODERNIZAÇÃO DO DIREITO DAS SOCIEDADES E REFORÇO DO
GOVERNO DAS SOCIEDADES” DA COMISSÃO EUROPEIA**

MODERNIZAR O DIREITO DAS SOCIEDADES E REFORÇAR O GOVERNO DAS SOCIEDADES NA UNIÃO EUROPEIA – UMA ESTRATÉGIA PARA O FUTURO

Lista de Acções

	DESCRIÇÃO DA ACÇÃO	TIPO DE INICIATIVA A PRIVILEGIAR
A CURTO PRAZO (2003-2005)		
Governo das sociedades	Requisitos de informação mais estritos em matéria de governo das sociedades (incluindo confirmação da responsabilidade colectiva dos membros do Conselho de Administração em relação a importantes declarações de natureza não financeira)	Legislativa (directiva que altera a legislação em vigor)
	Quadro jurídico integrado para fomentar a eficiência da comunicação com os accionistas e do processo de tomada de decisões pelos mesmos (participação nas reuniões, exercício dos direitos de voto, votação transfronteiras)	Legislativa (directiva)
	Reforçar o papel dos administradores independentes não executivos e membros do Conselho Fiscal	Não legislativa (recomendação)
	Promover um regime adequado de remuneração dos administradores	Não legislativa (recomendação)
	Confirmar, a nível da UE, a responsabilidade colectiva dos membros do Conselho de Administração pelos mapas financeiros	Legislativa (directiva que altera a legislação em vigor)
	Convocação de um Fórum Europeu sobre o governo das sociedades para coordenar os esforços dos Estados-Membros neste domínio	Não legislativa (iniciativa da Comissão)
Manutenção de capital	Simplificação da Segunda Directiva, com base nas recomendações SLIM, conforme completadas no Relatório do Grupo de Alto Nível (SLIM-Plus)	Legislativa (directiva que altera a legislação em vigor)
Grupos de empresas	Reforço da informação sobre a estrutura dos grupos e as relações intragrupo, tanto financeiras como não financeiras	Legislativa (directiva que altera a legislação em vigor)
Reestruturação	Proposta de Décima Directiva relativa às fusões transfronteiras	Legislativa (directiva)
	Proposta de Décima Quarta Directiva relativa à transferência transfronteiras da sede social	Legislativa (directiva)
Sociedade Europeia Fechada	Estudo de viabilidade a fim de examinar a necessidade prática de estatutos relativos à Sociedade Europeia Fechada e aos problemas daí decorrentes	Não legislativa (estudo)
Formas jurídicas na UE	Verdadeiros progressos a nível das propostas actuais (Associação Europeia, Sociedade Mútua Europeia)	Legislativa (propostas existentes)

	DESCRIÇÃO DA ACÇÃO	TIPO DE INICIATIVA A PRIVILEGIAR
MÉDIO PRAZO (2006-2008)		
Governo das sociedades	<p>Reforço da informação prestada pelos investidores institucionais sobre as suas políticas em matéria de investimento e votação</p> <p>Escolha, por todas as sociedades cotadas, de dois tipos de estruturas de administração (monista/dualista)</p> <p>Reforço da responsabilidade dos membros do Conselho de Administração (direito especial de investigação, regra da negligência comercial, casos em que é vedado aos administradores o exercício do seu cargo)</p>	Legislativa (directiva)
Manutenção de capital	Análise da viabilidade de uma solução alternativa ao regime de manutenção de capital	Não legislativa (estudo)
Grupos de empresas	Regra-quadro aplicável aos grupos, por forma a permitir a adopção a nível da filial de uma política de grupo coordenada	Legislativa (directiva)
Pirâmides	Proibição da cotação nas bolsas de valores de pirâmides com fins abusivos, caso adequado, na sequência de uma análise mais aprofundada com base no parecer dos peritos	Legislativa (eventual directiva que altera a legislação em vigor)
Reestruturação	Simplificação da Terceira Directiva (fusões) da Sexta Directiva (cisões)	Legislativa (directiva que altera a legislação em vigor)
Sociedade Europeia Fechada	Eventual proposta relativa aos Estatutos de Sociedade Europeia Fechada (em função dos resultados do estudo de viabilidade)	Legislativa
Formas jurídicas da UE	Avaliar a necessidade de criar outras formas jurídicas na UE (por exemplo, Fundação Europeia)	Não legislativa (estudo)
Transparência das formas jurídicas nacionais	Introdução de regras básicas em matéria de informação aplicáveis a todas as entidades jurídicas com responsabilidade limitada, sob reserva de uma análise mais aprofundada	Legislativa (directivas que alteram a legislação em vigor)
A LONGO PRAZO (A PARTIR DE 2009)		
Manutenção de capital	Eventual introdução na Segunda Directiva no domínio do direito das sociedades de um regime alternativo (em função dos resultados do estudo de viabilidade)	Legislativa (directiva que altera a legislação em vigor)

Anexo V

**LISTA COMPLETA DAS MEDIDAS INCLUÍDAS NO “PLANO DE ACÇÃO NO
DOMÍNIO DA REVISÃO OFICIAL DE CONTAS” DA COMISSÃO EUROPEIA**

PRIORIDADES A CURTO PRAZO PARA 2003-2004	
ACÇÃO	DESCRIÇÃO
Modernizar a Oitava Directiva	A Comissão apresentará uma proposta no sentido de modernizar a Oitava Directiva em matéria de direito das sociedades, de 1984, por forma a dispor-se de uma Directiva completa, baseada em princípios e aplicável a todas as revisões oficiais de contas efectuadas na UE. A Oitava Directiva modernizada incluirá princípios suficientemente claros nos seguintes domínios: supervisão pública, controlo de qualidade externo, independência dos revisores oficiais de contas, código de ética, normas de auditoria, sanções disciplinares e nomeação e destituição dos revisores oficiais de contas.
Reforçar a infra-estrutura regulamentar da UE	As propostas tendentes a uma Oitava Directiva modernizada incluirão igualmente a criação de um comité regulamentar de auditoria. A Comissão (através de procedimentos de comitologia) decidirá as medidas de aplicação necessárias à transposição para a prática dos princípios estabelecidos na Oitava Directiva modernizada. O actual Comité Europeu de Auditoria, que passará a chamar-se Comité Consultivo de Auditoria, será composto por representantes dos Estados-Membros e da profissão e prosseguirá os seus trabalhos na qualidade de comité consultivo.
Reforçar a supervisão pública a nível da UE dos profissionais de auditoria	A Comissão, em conjunto com o Comité Consultivo de Auditoria, analisará os actuais sistemas de supervisão pública. A Comissão definirá requisitos mínimos (princípios) aplicáveis a esta supervisão, que serão inseridos na Oitava Directiva e definirá o mecanismo de coordenação a nível da UE para estabelecer uma ligação entre os sistemas nacionais de supervisão pública, por forma a constituir uma rede eficiente a nível comunitário.
Tornar obrigatória a utilização de ISA (Normas Internacionais de Auditoria) em todas as revisões oficiais de contas efectuadas na UE a partir de 2005	A Comissão e o Comité Consultivo de Auditoria prepararão medidas destinadas a assegurar a aplicação com êxito das ISA a partir de 2005. Essas medidas incluirão: uma análise dos requisitos em matéria de auditoria vigentes a nível europeu e dos Estados-Membros, que não são abrangidos pelas ISA; a concepção de um procedimento de aprovação de normas; um relatório de auditoria comum e traduções de elevada qualidade. A Comissão contribuirá para a melhoria do processo de normalização da IFAC/IAASB a nível da auditoria, assegurando nomeadamente que seja tido plenamente em conta o interesse público. O princípio da conformidade com as ISA será inserido na Oitava Directiva. Se os resultados da análise preliminar forem satisfatórios, a Comissão proporá um instrumento vinculativo, que torne obrigatória a utilização das ISA a partir de 2005.

PRIORIDADES A MÉDIO PRAZO PARA 2004-2006	
ACÇÃO	DESCRIÇÃO
Melhorar os sistemas de aplicação de sanções disciplinares	A Comissão e o Comité Consultivo de Auditoria avaliarão os sistemas nacionais de imposição de sanções disciplinares por forma a definir orientações comuns e introduzirão uma obrigação de cooperação nos processos transfronteiras. A Comissão reforçará os actuais requisitos, através da introdução na Oitava Directiva modernizada de um princípio com vista à criação de sistemas de sanções adequados e eficazes.
Tornar transparentes as sociedades de auditoria e as respectivas redes	A Comissão e o Comité Consultivo de Auditoria definirão um conjunto de requisitos em matéria de divulgações aplicáveis às sociedades de auditoria, abrangendo nomeadamente as suas relações com as redes internacionais.
Governo das sociedades; reforçar os comités de auditoria e o controlo interno	A Comissão e o Comité Consultivo de Auditoria debruçar-se-ão sobre os seguintes aspectos: designação, destituição e remuneração dos revisores oficiais de contas; comunicação com os revisores oficiais de contas. A Comissão e o Comité Consultivo de Auditoria analisarão a situação actual da UE no que diz respeito ao envolvimento do revisor oficial de contas na avaliação e relato dos sistemas de controlo interno, com vista a ponderar a necessidade de novas iniciativas.
Reforçar a independência dos revisores de contas e código ético	A Comissão efectuará um estudo sobre o impacto de uma orientação mais restritiva relativamente aos serviços adicionais prestados aos clientes de auditoria. A Comissão prosseguirá o diálogo regulamentar UE/EUA no que toca à independência dos revisores oficiais de contas, nomeadamente com a SEC e/ou o PCAOB, com vista ao reconhecimento da equivalência da abordagem europeia. A Comissão e o Comité Consultivo de Auditoria analisarão os actuais códigos de ética nacionais, bem como o código de ética da IFAC, com vista a eventuais acções adicionais.
Aprofundar o mercado interno dos serviços de auditoria	A Comissão esforçar-se-á por facilitar o estabelecimento de sociedades de auditoria, propondo a supressão das restrições contidas na actual Oitava Directiva no domínio da respectiva propriedade e gestão. A Comissão excluirá a prestação de serviços de auditoria do âmbito da sua proposta relativa ao reconhecimento das qualificações profissionais, alterando a Oitava Directiva por forma a incluir o princípio do reconhecimento mútuo. A Comissão realizará um estudo sobre a estrutura do mercado de auditoria europeu e o acesso a esse mercado.
Examinar a responsabilidade dos revisores oficiais de contas	A Comissão efectuará um estudo onde analisará o impacto económico dos diferentes regimes de responsabilidade dos revisores oficiais de contas.

Anexo VI

SÍNTESE DAS PRINCIPAIS FONTES NORMATIVAS SOBRE GOVERNO DAS SOCIEDADES EM PORTUGAL

I – FONTES LEGISLATIVAS	ÂMBITO DE APLICAÇÃO	PRINCIPAIS TÓPICOS RELATIVOS AOS GOVERNOS DAS SOCIEDADES	PRINCIPAIS DISPOSIÇÕES APLICÁVEIS	LINKS NA INTERNET
Código das Sociedades Comerciais	Sociedades comerciais anónimas	<ul style="list-style-type: none"> – Estrutura da administração e fiscalização; – Funcionamento e poderes dos órgãos sociais; – Responsabilidade civil dos membros dos órgãos de administração e fiscalização; – Direitos e deveres dos accionistas; – Acções preferenciais sem votos; – Deliberações dos accionistas. 	<ul style="list-style-type: none"> – Título I: Cap. IV – Artº 53 a 63 Cap. V – Artº 64 Cap. VI – Artº 65 a 70-A Cap. VII – Artº 71 a 84 – Título IV: Cap. I – Artº 278 Cap. V – Artº 373 a 389 Cap. VI – Artº 390 a 446-F – Título VII: Artº 518 e 519 	www.cidadevirtual.pt/asjp/leis/csc.html
Código dos Valores Mobiliários	<ul style="list-style-type: none"> – Sociedades com o capital aberto ao investimento do público (“Sociedades abertas”); – Outras entidades ou pessoas com conexão com o mercado de valores mobiliários. 	<ul style="list-style-type: none"> – Deveres de informação das sociedades abertas e meios de divulgação; – Deveres de comunicação dos titulares de participações qualificadas em sociedades abertas; – Qualidade da informação financeira; – Âmbito de actuação e responsabilidade dos auditores registados na CMVM – Conceito de investidores institucionais; – Protecção dos interesses dos investidores não-institucionais. 	<ul style="list-style-type: none"> – Título I: Cap. II – Artº 5 Cap. III – Artº 7 a 10 Cap. IV – Artº 13 a 29 Cap. V – Artº 30 a 36 – Título III: Cap. I a III – Artº 108 a 197 – Título IV: Cap. II – Artº 244 a 251 – Título VII: Cap. II – Artº 358 a 368 	www.cmvm.pt/legislacao_regulamentos/legislacao/codigo_dos_valores_mobiliarios/index.asp
Regime jurídico dos organismos de investimento colectivo (Decreto-Lei n.º 252/2003, de 17 de Outubro)	Organismos de investimento colectivo em valores mobiliários	<ul style="list-style-type: none"> – Deveres gerais das entidades gestoras de organismos de investimento colectivo; – Limites de exposição dos fundos de investimento mobiliário; – Deveres de informação das entidades gestoras 	<ul style="list-style-type: none"> – Título I: Cap. I – Artº 1 – Título II: Cap. I – Artº 1 e 33 – Título III: Cap. I – Artº 49 a 55 Cap. III – Artº 74 	www.cmvm.pt/legislacao_regulamentos/legislacao/legislacao_complementar/gestao_activos/org_invest_collectivo/DLn252_2003.asp
Regime jurídico das sociedades anónimas europeias (Decreto-Lei n.º 2/2005 de 4 de Janeiro)	Sociedades anónimas europeias	Conceito, estrutura de funcionamento da “sociedade anónima europeia (societas europaea)”		www.pgdlisboa.pt/pgdl/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=475&tabela=leis&ficha=1&pagina=1

II – FONTES REGULAMENTARES	ÂMBITO DE APLICAÇÃO	PRINCIPAIS TÓPICOS RELATIVOS AOS GOVERNOS DAS SOCIEDADES	PRINCIPAIS DISPOSIÇÕES APLICÁVEIS	LINKS NA INTERNET
Regulamento n.º 7/2001 da CMVM	Sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado	<ul style="list-style-type: none"> – Imposição de relatório anual de governo das sociedades e respectivo modelo; – Definição de administrador não-independente; – Outros deveres de informação à CMVM; – Obrigatoriedade de “sítio” na Internet com informação essencial sobre a sociedade 	Todas	http://www.cmvm.pt/legislacao_regulamentos/legislacao/regulamentos_da_cmvm/2001/consolidada/Reg2001_07.asp
Regulamento n.º 6/2000 da CMVM	Audidores registados na CMVM	<ul style="list-style-type: none"> – Informação obrigatoriamente auditada; – Deveres gerais dos auditores; – Conteúdo e requisitos dos relatórios ou pareceres dos auditores; – Registo dos auditores; – Conflitos de interesses. 	Todas	www.cmvm.pt/legislacao_regulamentos/legislacao/regulamentos_da_cmvm/2000/Reg2000_06.asp
Regulamento n.º 4/2004 da CMVM	Sociedades com capital aberto ao investimento do público	<ul style="list-style-type: none"> – Conteúdo dos deveres de informação permanente e periódica; – Meios de divulgação da informação obrigatória. 	Todas	http://www.cmvm.pt/legislacao_regulamentos/legislacao/regulamentos_da_cmvm/2004/reg2004_04.asp

III – FONTES RECOMENDATÓRIAS	ÂMBITO DE APLICAÇÃO	PRINCIPAIS TÓPICOS RELATIVOS AOS GOVERNOS DAS SOCIEDADES	PRINCIPAIS DISPOSIÇÕES APLICÁVEIS	LINKS NA INTERNET
Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas	Sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado	<ul style="list-style-type: none"> – Divulgação de informação; – Exercício do direito de voto; – Sistema interno de controlo; – Estrutura do órgão de administração e remunerações dos seus membros; – Deveres dos investidores institucionais. 	Todas	www.cmvm.pt/recomendacoes_entendimentos_pareceres/recomendacoes/soccot_nov2003/indice.asp
Recomendações da CMVM relativas ao exercício de voto por correspondência nas sociedades abertas	Sociedades com o capital aberto ao investimento do público	<ul style="list-style-type: none"> – Regras para o exercício do direito de voto por correspondência, incluindo a correspondência electrónica; – Valoração do voto por correspondência. 	Todas	www.cmvm.pt/recomendacoes_entendimentos_pareceres/recomendacoes/voto/recomendacoes_voto.asp

IV – OUTRAS FONTES	ÂMBITO DE APLICAÇÃO	PRINCIPAIS TÓPICOS RELATIVOS AOS GOVERNOS DAS SOCIEDADES	PRINCIPAIS DISPOSIÇÕES APLICÁVEIS	LINKS NA INTERNET
Estatuto da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas (Decreto-Lei n.º 487/99)	Revisores Oficiais de Contas inscritos na respectiva Ordem	Direitos e deveres, incompatibilidades e requisitos pessoais e profissionais dos Revisores Oficiais de Contas na revisão legal e auditoria das contas das sociedades	– Título I: Cap. III – Artº 40 a 51 – Título II: Cap. I – Artº 52 e 62 a 73 Cap. II – Artº 75 a 78	www.cidadevirtual.pt/croc/reg_pro2_n.html
Código de Ética e Deontologia Profissional dos Revisores Oficiais de Contas (D.R., III Série, 26.12.2001)	Revisores Oficiais de Contas inscritos na respectiva Ordem	Regras de boa conduta profissional	Cap. I – Artº 1 a 8 Cap. IV – Artº 11 Cap. V – Artº 13	www.cidadevirtual.pt/croc/

NOTAS BIOGRÁFICAS DOS AUTORES

ARTUR SANTOS SILVA

Artur Santos Silva nasceu em Maio de 1941, tendo-se licenciado em Direito, na Universidade de Coimbra onde foi Assistente das cadeiras de “Finanças Públicas” e “Economia Política”; mais tarde, regeu “Economia Financeira”. No Centro do Porto da Universidade Católica Portuguesa regeu “Moeda e Crédito”. Entre 1968 e 1978, foi Director do Banco Português do Atlântico, Secretário de Estado do Tesouro do VI Governo Provisório e Vice-Governador do Banco de Portugal. Em 1981, fundou o Grupo BPI do qual foi primeiro Presidente, cargo que ainda ocupa, como Presidente do Conselho de Administração. É também Administrador da Fundação Calouste Gulbenkian e de Jerónimo Martins. Entre outras actividades é membro da Direcção da COTEC; do Conselho Nacional do Mercado de Valores Mobiliários; do Conselho Consultivo para o Plano Tecnológico; do Comité Consultivo Internacional do Banco Itaú; do Conselho Superior da Universidade Católica Portuguesa; do Senado da Universidade do Porto e Presidente do Conselho Geral do Instituto Português de *Corporate Governance*.

ANTÓNIO VITORINO

Dados Pessoais: Nascido em Lisboa, em 1957. Licenciado em Direito pela Faculdade de Direito de Lisboa, em 1981. Mestrado em Ciências Jurídico -Políticas em 1986.

Percursos Profissionais: Inscrito na Ordem dos Advogados desde 1982. Assistente da Faculdade de Direito de Lisboa desde 1982. Professor da Universidade Autónoma de Lisboa “Luís de Camões” (1985-1995) e da Universidade Internacional (1998-1999). Deputado desde 1980. Secretário de Estado dos Assuntos Parlamentares (1983-1985). Secretário Adjunto do Governo de Macau (1986-1987). Juiz do Tribunal Constitucional (1989-1994). Deputado ao Parlamento Europeu (1994-1995). Ministro da Presidência e da Defesa Nacional (1995-1997). Comissário Europeu para a Justiça e os Assuntos Internos (1999-2004). Vice – Presidente da Portugal Telecom Internacional (1998-1999). Presidente da Mesa da Assembleia Geral do Banco Santander Portugal (1998-1999) e do Banco Santander Totta desde 2005. Sócio da Gonçalves Pereira, Castelo Branco & Associados.

CARLOS FRANCISCO ALVES

Carlos Francisco Alves é Doutor em Economia pela Faculdade de Economia da Universidade do Porto, onde é professor e membro do CEMPRE. Tem trabalhado no estudo do comportamento dos investidores institucionais, da *corporate governance*, do equilíbrio dos mercados financeiros e da regulação do mercado de capitais. É autor de várias publicações, incluindo livros, capítulos de livros, *working papers* e artigos científicos. Tem também apresentado estudos em várias conferências científicas internacionais.

Além disso, foi membro do Gabinete de Estudos da Bolsa de Valores do Porto e Director do Instituto Mercado de Capitais. Foi também Adjunto do Secretário de Estado do Tesouro e das Finanças, do XIII Governo Constitucional. Desempenhou igualmente as funções de Vogal do Conselho Directivo da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Foi ainda Presidente da Comissão de Fiscalização do Instituto Nacional de Estatística e Vice-Presidente da Comissão Gestora dos Índices Euronext. É membro do *Euronext Indices Steering Committee* e administrador da APAF – Associação Portuguesa de Analistas Financeiros.

JORGE ARRIAGA DA CUNHA

Jorge Arriaga da Cunha nasceu em Julho de 1943, tendo-se licenciado em Direito na Faculdade de Direito da Universidade Clássica de Lisboa. Foi consultor da Junta de Energia Nuclear (1968/1972), do Secretariado para a Integração Europeia (1978/1979) e do Jornal do Comércio (1972/1975). Ingressou no Banco Borges & Irmão em 1971, onde desempenhou diversas funções directivas, tendo concluído a carreira bancária no Banco BPI, em 2002, como Director Central da Direcção de Auditoria e Inspecção aos Serviços Centrais, Estrangeiro e Participadas. Desempenha actualmente funções de consultoria naquele Banco. Foi, além disso, Administrador do Banco Totta & Açores (1979/1985), do Crédito Predial Português (1985/1993), da SFIR-Soc.de Financiamento e Investimento de Risco (1991/1993) e da Euroleasing–Soc.Portuguesa de Locação Financeira (1994/1997). Foi Presidente da Sofinac-S.G.I.l. e da Sofinac-Soc.Gestora de Fundos de Investimento Imobiliário (1993/1994).

MANUEL ALVES MONTEIRO

Manuel Alves Monteiro é Presidente da Direcção do IPCG-Instituto Português de Corporate Governance, Presidente do Conselho de Administração da APAF – Associação Portuguesa de Analistas Financeiros, Administrador não Executivo das sociedades de capital aberto CIN, SGPS e Jerónimo Martins, SGPS, e da sociedade não cotada Douro Azul, SGPS, é membro do Conselho Consultivo do Banco Privado Português e do Conselho Consultivo da Faculdade de Economia do Porto, é consultor de organismos públicos e de empresas privadas; é licenciado em Direito e advogado.

No passado, foi Presidente da Euronext Lisbon e Vogal do Managing Board da Euronext Holding; foi, ainda, membro dos Conselhos de Administração das Bolsas de Paris, de Bruxelas e de Amsterdão e da Clearnet. Antes, tinha desempenhado funções como Presidente da Bolsa de Valores do Porto, Presidente da Comissão Executiva da Bolsa de Valores de Lisboa e Porto e Presidente do Conselho de Administração da Interbolsa. Foi Presidente do Conselho de Administração da sociedade Casa da Música / Porto 2001, S.A. Desempenhou cargos em órgãos sociais executivos de organizações internacionais ligadas ao mercado de capitais (FIABV-Federação Ibero-Americana de Bolsas de Valores, ECOFEX-Federação Europeia de Bolsas de Futuros e de Opções, IFCI – International Finance and Commodities Institute (Comité Fundador), ECMI – European Capital Markets Institute). Igualmente, teve assento em organizações com ligações ao mercado financeiro e ao meio empresarial português (Presidente da Direcção da APDMC-Associação Portuguesa para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais, Vice-Presidente do Conselho de Administração do FAE – Forum de Administradores de Empresas, Membro do Conselho Nacional do Mercado de Capitais (Presidido pelo Ministro das Finanças) e do Conselho Consultivo da CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

Agraciado, em 2003, com a distinção “Chevalier de L’Ordre Nationale de la Legion d’Honneur”, por Decreto Presidencial do Presidente da República Francesa.