

## **CORPORATE GOVERNANCE EM PORTUGAL**

### ***José Manuel Moreira***

Universidade de Aveiro - Secção Autónoma de Ciências Sociais, Jurídicas e Políticas

Campus Universitário de Santiago, 3810-193 AVEIRO - Portugal

***jmoreira@csjp.ua.pt***

### ***Helena Gonçalves***

Assistente convidada

Universidade Católica Portuguesa – Faculdade de Economia e Gestão

Rua Diogo Botelho, 1327 - 4169-005 PORTO - Portugal

***hgoncalves@porto.ucp.pt***

### ***Gonçalo Almeida de Oliveira***

Finalista do Curso de Economia

Universidade Católica Portuguesa – Faculdade de Economia e Gestão

Rua Diogo Botelho, 1327 - 4169-005 PORTO - Portugal

***g\_almeida\_oliveira@hotmail.com***

## **CORPORATE GOVERNANCE EM PORTUGAL**

**José Manuel Moreira** ([jmoreira@csjp.ua.pt](mailto:jmoreira@csjp.ua.pt))

Universidade de Aveiro - Secção Autónoma de Ciências Sociais, Jurídicas e Políticas  
Campus Universitário de Santiago, 3810-193 AVEIRO - Portugal

**Helena Gonçalves** ([hgoncalves@porto.ucp.pt](mailto:hgoncalves@porto.ucp.pt))

Assistente convidada

Universidade Católica Portuguesa – Faculdade de Economia e Gestão  
Rua Diogo Botelho, 1327 - 4169-005 PORTO - Portugal

**Gonçalo Almeida de Oliveira** ([g\\_almeida\\_oliveira@hotmail.com](mailto:g_almeida_oliveira@hotmail.com))

Finalista do Curso de Economia

Universidade Católica Portuguesa – Faculdade de Economia e Gestão

### **RESUMO**

O objectivo deste documento é, **a partir de informação publicada no site** na CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, compreender e descrever a evolução das práticas de *Corporate Governance* em Portugal, analisar o grau de cumprimento das Recomendações sobre o Governo das Sociedades cotadas, e analisar as tendências e perspectivas de evolução futura.

Começamos com uma breve referência ao conceito de *Corporate Governance* e um enquadramento geral da evolução mundial do tema e a sua transposição para o mercado português. Segue-se a descrição pormenorizada do processo de evolução da publicação das Recomendações sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal. As conclusões do IV e último inquérito sobre práticas relativas a essas recomendações, efectuado pela CMVM, servem para compreender os níveis de cumprimento por parte das empresas e perceber o sentido da sua evolução. Concluímos com uma síntese e perspectivas de evolução da temática em Portugal.

### **PALAVRAS CHAVE**

BOAS PRÁTICAS; *CORPORATE GOVERNANCE*; GOVERNO DAS SOCIEDADES; RECOMENDAÇÕES; TRANSPARÊNCIA

## **CORPORATE GOVERNANCE EM PORTUGAL**

1 – DO *BUSINESS MANAGEMENT* AO *CORPORATE GOVERNANCE*.

2 – ENQUADRAMENTO, TRANSPOSIÇÃO E ANÁLISE

2.1 - ENQUADRAMENTO HISTÓRICO

2.2 - TRANPOSIÇÃO: O CASO PORTUGUÊS

2.3 - RECOMENDAÇÕES: HISTÓRICO EM TRÊS ANDAMENTOS

2.3.1 1999: A GÉNESE

2.3.2 2001: SEGUNDO ANDAMENTO

2.3.3 2003: ÚLTIMO ANDAMENTO

2.4 - DAS RECOMENDAÇÕES AOS REGULAMENTOS: A ANÁLISE DE UM INQUÉRITO

3 - *CORPORATE GOVERNANCE* EM PORTUGAL: QUE PERSPECTIVAS

**1 – DO *BUSINESS MANAGEMENT* AO *CORPORATE GOVERNANCE*.**

O conceito clássico de “governo”, entendido como acção e efeito de mandar com autoridade ou de dirigir com arte uma comunidade humana, permite-nos retomar a ideia de empresa como uma sociedade de pessoas e não apenas como uma sociedade de capitais ou uma mera organização com fundamentos puramente mecanicistas ou biologicistas. Mais: a ideia de “governança” permite aproximar a actividade empresarial dos mais nobres objectivos da actividade política entendida como arte de governar que precisa do talento dos artistas e, por isso, não se deve deixar reduzir às meras técnicas de gestão. Estamos, contudo, também cientes de que esta aproximação se poderá fazer pela negativa: mau governo, desgoverno, fraude, corrupção, etc.

Como nos diz D. Melé, respeitar os direitos alheios e cumprir os deveres contratuais na empresa é certamente uma meta louvável. Mas as exigências éticas não se esgotam no que está estabelecido de forma mais ou menos extensa numa lista de direitos e deveres. O trabalho é actividade de pessoas e a empresa é algo mais que uma organização para ganhar dinheiro. Os bons directivos sabem perfeitamente que uma empresa é uma realidade humana

complexa na qual a organização é só um aspecto, ainda que fundamental, e que para ganhar dinheiro é preciso antes prestar um serviço. Sabem também que o **principal contributo da ética para a vida económica e empresarial não é tanto evitar o mal, mas ajudar a fazer mais e melhor**<sup>1</sup>.

Um **mais e melhor** que não se deve limitar aos objectivos intrínsecos da organização, já que há que ter bem em conta outros interesses que obrigam a ver a empresa à luz da sua integração num ambiente mais vasto e com mais transparência. Um ambiente que cada vez mais exige por parte de todos os interesses em jogo o respeito pelas regras de boa conduta. Daí que seja de saudar a tendência para a substituição do *Business Management* pelo *Corporate Governance*.

As Boas Práticas de *Governance*, ainda que dirigidas às sociedades cotadas, devem ser vistas como de interesse para todas as sociedades, tanto mais que vão no **bom** sentido do *Governo* entendido como **o conjunto de regras e condutas relativa ao exercício da direcção e controlo das sociedades de modo a contribuir para a optimização do desempenho das sociedades e favorecer todas as pessoas cujos interesses estão envolvidos na actividade societária – investidores, credores e trabalhadores**, num espírito de bom governo e de excelência, que não se contenta com uma “ética dos mínimos” mas aspira a fazer sempre mais e bem.

## **2 – ENQUADRAMENTO, TRANSPOSIÇÃO E ANÁLISE**

### **2.1 - ENQUADRAMENTO HISTÓRICO**

Tendo em conta que o nosso objectivo é compreender e descrever a evolução das práticas de *Corporate Governance* em Portugal, **a partir de informação publicada no site**<sup>2</sup> na CMVM<sup>3</sup> - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, seguiremos de perto os textos aí disponibilizados partilhando a visão “institucional” portuguesa sobre o assunto.

Assim sendo, vamos usar as intervenções públicas do conselho directivo da CMVM e em particular dois textos: *A importância do Corporate Governance* -

---

<sup>1</sup> José Manuel Moreira, *Ética Empresarial*, “Introdução”, Vida Económica, Lisboa, 2001

<sup>2</sup> [http://www.cmvm.pt/a\\_cmvm/index.asp](http://www.cmvm.pt/a_cmvm/index.asp)

<sup>3</sup> A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), criada pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril, é a autoridade a quem compete regular e supervisionar o funcionamento dos mercados de valores mobiliários e a actividade de todas as entidades que intervêm nesses mercados.

*Uma perspectiva institucional*<sup>4</sup>, e *A informação, a gestão e as empresas cotadas, na perspectiva do Governo das Sociedades*<sup>5</sup>.

Nestes documentos podemos ler que, embora tendo a sua origem nos EUA, a discussão estruturada sobre o Governo das Sociedades pode já considerar-se património mundial nos actuais mercados de valores mobiliários. A génese desta análise é atribuída a um trabalho denominado *The Modern Corporation and Private Property*, datado de 1932 e efectuado por Adolph Berle e Gardiner Means e fruto do rescaldo da grande crise de 1929, obra que constituiu uma referência para a legislação norte-americana que foi entretanto aprovada nomeadamente o *Securities Act de 1933* e o *Securities Exchange Act de 1934*, ambos ainda em vigor. A envolvente temática relacionada com o **Governo das Sociedades** - ou, por outras palavras, com a **forma de organizar o processo de decisão e de fiscalização nas sociedades** - começou a merecer a atenção da SEC (*Securities and Exchange Commission*) a partir dos anos setenta, tendo-se iniciado nesse momento, sob a orientação do *American Law Institute*, a elaboração dos *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, documento esse que foi orientado no seu final pelo Professor Melvin Eisenberg e publicado cerca de 20 anos depois.

A ideia primordial subjacente ao Governo das Sociedades é a de que as sociedades cotadas devem estar à altura das expectativas nelas depositadas pelos investidores. Nesta conformidade, cada empresa deve ser administrada e gerida em benefício de todos os accionistas e não em função de interesses individuais ou de interesses de determinados grupos de accionistas, com os quais podem ter relações comerciais preferenciais ou para o benefício de determinados elementos da Administração. Como tal, a divulgação por cada empresa das suas regras ao nível da Administração, repartição das competências sobre as diversas matérias e formas de ultrapassar determinados conflitos de interesse tem assumido uma cada vez maior importância no domínio do mercado de valores mobiliários.

Este núcleo inicial de temas tem vindo a conhecer um sucessivo alargamento, tendo também passado a incluir, sob a mesma designação, reflexões sobre a

---

<sup>4</sup> [http://www.cmvm.pt/estudos\\_documentos/intervencoes/20001123.asp](http://www.cmvm.pt/estudos_documentos/intervencoes/20001123.asp)

<sup>5</sup> uma intervenção do seu presidente, Prof. Fernando Teixeira dos Santos  
[http://www.cmvm.pt/estudos\\_documentos/intervencoes\\_publicas\\_do\\_conselho\\_directivo.asp](http://www.cmvm.pt/estudos_documentos/intervencoes_publicas_do_conselho_directivo.asp)

posição dos investidores institucionais, os deveres e a remuneração dos administradores, o desenvolvimento equitativo do mercado de controlo das empresas e a responsabilidade social da empresa, entre outros.

Também tem havido um alargamento geográfico do tratamento do governo das sociedades, cuja problemática foi trazida para a Europa através do Reino Unido, com o *Relatório Cadbury*. A *London Stock Exchange* publicou, em Julho de 1992, o *Relatório Cadbury*, que teve impacto em diversos países da Europa, medido por um número assinalável de Códigos de boas práticas, seja de iniciativa dos reguladores, seja de iniciativa da indústria.

A própria OCDE, em 1998, constituiu um grupo de trabalho para acompanhar a evolução desta temática em diversos países. Este trabalho culminou com a aprovação, em 1999, de um conjunto de Princípios sobre Governo das Sociedades, que representam indicações dirigidas aos Estados no sentido de introduzir ajustamentos legislativos no tocante aos mecanismos de tutela dos accionistas e dos demais sujeitos envolvidos nas empresas cotadas.

As principais intervenções em matéria de Governo das Sociedades da última década reagiram a situações de crise, procurando repor a segurança e a confiança nos mercados: o *Relatório Cadbury* (1992) reagiu a escândalos societários britânicos (BCCI, Mirror Group); os *Princípios da OCDE* foram resposta à crise asiática de 1997/98; no rescaldo da Enron, Worldcom, etc nasceram a *Lei Sarbanes-Oxley* e respectivo desenvolvimento regulamentar por parte da SEC. As múltiplas iniciativas de reflexão de âmbito europeu como o *Relatório Winter II*, o *Relatório Aldama* ou a comunicação da Comissão Europeia *Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia - Uma estratégia para o futuro*, são também de referir.

A convicção de problemas decorrentes de um inadequado sistema de governo societário poderem provocar desequilíbrios globais esteve sempre na base destas intervenções. Ao promover o necessário alinhamento de interesses entre gestores e accionistas, o Governo das Sociedades permite o reforço da segurança e da confiança dos mercados e das aplicações dos aforradores e apresenta-se como um factor distintivo importante que promove a concorrência entre sociedades cotadas e entre mercados.

## 2.2 - TRANSPOSIÇÃO: O CASO PORTUGUÊS

Além das regras constantes de textos legais que consagram já soluções que acolhem princípios de *Corporate Governance*, a transposição para o mercado português da reflexão relativa a esta temática foi realizada através da aprovação, pela CMVM, em Outubro de 1999, de um conjunto de Recomendações relativas ao sistema de regras de conduta a observar no exercício da direcção e controlo das sociedades admitidas à negociação.

A reflexão sobre o *Corporate Governance* não procura impor modelos rígidos e uniformes, assumindo com naturalidade a coexistência de dois tipos de sistemas; um mais apoiado no controlo externo e outro que repousa mais no controlo intra-societário. A este propósito reza lapidariamente o preâmbulo das Orientações da OCDE: *There is no single model of good corporate governance*. O cerne destas reflexões é a transparência, constituindo a informação ou, talvez melhor, a divulgação de informação, o meio para atingir esse fim.

A CMVM considera que uma adequada política de Corporate Governance deve: garantir a transparência; assegurar a defesa dos accionistas e dos credores; responsabilizar os gestores pelos incumprimentos de objectivos e pelas violações à lei; não impedir a maximização de performance; ser conforme aos *standards* internacionais e ser ajustada à realidade do país.

Foi com estas premissas que a primeira abordagem ao tema, em 1999, se baseou numa recomendação para informar o mercado sobre o grau de cumprimento das recomendações.

Em 2001, foi acentuado o relevo da informação ao obrigar as sociedades cotadas a divulgar se, e em que medida, **cumprem** tais obrigações ou, caso não o façam, **explicar** por que tal não acontece. Um lema, *-comply ou explain-*, que assenta em mecanismos de mercado para penalização das sociedades com opções discutíveis do ponto de vista da governação. No entanto, uma adequada reacção do mercado apenas é possível se o modelo de governo de cada sociedade cotada for conhecido em detalhe; para o efeito, as sociedades cotadas devem publicar o relatório sobre Governo das Sociedades em anexo ao relatório anual de gestão ou em capítulo separado deste. Além disso algumas recomendações foram elevadas a **deveres de informação**: informação sobre processos de decisão empresarial; cargos exercidos por

administradores em outras sociedades; evolução das cotações; indicação da política de dividendos.

Em 2003, procedeu-se a nova revisão das Recomendações da CMVM, para assegurar a sua actualidade e ajustamento às preocupações nacionais e internacionais, mantendo uma postura de inconformismo e permanente crítica, tendo em vista a optimização dos sistemas organizativos e de regulação, um legado central do *Corporate Governance*. Esta revisão foi precedida de discussão pública procurando resposta a algumas preocupações: como aperfeiçoar a informação sobre a composição do conselho de administração; como aperfeiçoar as Boas Práticas de funcionamento do conselho de administração; como obrigar a existência de um site por cada sociedade cotada; que informação sobre a remuneração dos administradores.

Cumprindo a política de transparência da actividade reguladora da CMVM, foi dado grande relevo à discussão pública, incrementando a cultura de participação na revisão das Recomendações, considerando, e bem que, o desenvolvimento das práticas do governo societário nacionais assenta no empenho e envolvimento de todos os participantes do mercado.

## **2.3 - HISTÓRICO EM TRÊS ANDAMENTOS**

### **2.3.1 – 1999: A GÉNESE**

No seguimento dos desenvolvimentos a nível internacional na matéria, a CMVM procurou transpor para o contexto português, tendo em conta a existência de soluções no campo jurídico nacional no que concerne a questões de nivelação de parâmetros de segurança e de organização dos agentes dos mercados e muitas outras singularidades do contexto nacional, as práticas de *Corporate Governance* debatidas internacionalmente.

O processo que conduziu à primeira versão das Recomendações procurou aumentar a transparência das práticas de governação das sociedades cotadas nacionais. Foi tido em conta, portanto, o facto de a informação constituir um poderoso meio de elevação dos padrões de comportamento de todos os envolvidos no governo societário (membros de órgãos sociais, investidores institucionais, etc.). Por outro lado, foi promovida a utilização de meios electrónicos como meio de divulgação de informação em detrimento da

tradicional publicação de contas em jornal ou boletim de cotações, como forma mais competitiva de aumentar a transparência. Ao mesmo tempo, procurou-se o referido alinhamento com as boas práticas internacionais, sem prejuízo das particularidades do sistema jurídico e do tecido empresarial nacionais.

As recomendações de 1999 procuravam assim apresentar-se não só como o denominador mínimo sobre a matéria mas igualmente como um conjunto de indicações adaptadas ao enquadramento nacional. Apesar de se destinarem em primeira instância às sociedades com acções cotadas e aos investidores institucionais, destinavam-se a ser seguidas também pelas demais sociedades. Ao mesmo tempo que se publicou este primeiro documento, salientou-se a necessidade de recolher a sua apreciação pelo mercado, numa óptica que considera que o mercado é o principal avaliador da bondade das opções ligadas à direcção e ao controlo a adoptar. Daí se ter pedido que as sociedades com acções cotadas e os investidores institucionais mencionassem a sua adopção ou grau de adopção das recomendações e respectiva fundamentação em anexo ao seu relatório anual de gestão.

Dividiam-se em cinco grupos, divisão que se manteve nas recomendações que sucederam a este documento: **Divulgação da Informação, Exercício do Direito de Voto e Representação de Accionistas, Regras Societárias, Órgão de Administração e Investidores Institucionais.**

No primeiro grupo era pedida a Divulgação de Informação da repartição de competências entre os vários órgãos e departamentos ou divisões da sociedade no quadro do processo de decisão empresarial, nomeadamente através de organigramas ou mapas funcionais, incluindo procedimentos especiais de decisão designadamente no que diz respeito a opções estratégicas da empresa; pedia-se igualmente informação acerca das funções efectivamente desempenhadas por cada um dos membros do órgão de administração e directores da sociedade bem como sobre os cargos que os mesmos desempenhavam noutras sociedades, importando acautelar eventuais conflitos de interesses entre a esfera individual e a esfera da sociedade em causa. Devia ser feita uma descrição do comportamento bolsista das acções bem como da política de dividendos adoptada pela sociedade e a divulgação dos acordos parassociais relativos ao exercício de direitos sociais ou relativos à transmissibilidade de acções, quando fossem relevantes para a organização

das sociedades. Importa referir que estas recomendações não foram replicadas nas recomendações que lhe sucederam, ao contrário de todas as seguintes.

Foi encorajada a utilização de novas tecnologias na divulgação de informação financeira e dos documentos preparatórios das reuniões das Assembleias Gerais e ainda a criação de um gabinete de apoio ao investidor, para que fosse assegurada a existência de um permanente contacto com o mercado, respeitando o princípio da igualdade dos accionistas e prevenindo as assimetrias no acesso à informação por parte dos investidores.

No grupo do **Direito de Voto e Representação de Accionistas**, entendia-se dever ser estimulado o exercício activo do direito de voto, quer directamente, nomeadamente por correspondência, quer por representação. Para aperfeiçoar os procedimentos conexos com os pedidos de representação para votar em assembleia geral era fundamental, não só que o accionista dispusesse da informação necessária para uma correcta decisão no que toca à estipulação das instruções de sentido de voto, mas também que fosse explicitada a fundamentação do sentido de voto do representante, sobretudo em casos de inexistência de instruções do representado.

O grupo **das Regras Societárias** era constituído por uma única recomendação: a de que deviam ser estabelecidas, ao nível da organização interna da sociedade, regras específicas vocacionadas para regularem situações de conflito de interesses entre os membros do órgão de administração e a sociedade, bem como as principais obrigações resultantes dos deveres de diligência, lealdade e confidencialidade dos membros do órgão de administração, nomeadamente no que tocava à prevenção da utilização indevida de oportunidades negociais e de bens societários.

O quarto grupo, relativo ao **Órgão de Administração**, deveria ser composto por uma pluralidade de membros que exercessem uma orientação efectiva em relação à gestão da sociedade, aos seus directores e gestores. Ao mesmo tempo, um ou mais dos seus membros deveriam ser independentes em relação aos accionistas dominantes, por forma a maximizar a prossecução dos interesses da sociedade – note-se que o termo “independente” foi posteriormente substituído. A composição de uma Comissão Executiva deveria reflectir o equilíbrio existente no órgão de administração entre os administradores ligados a accionistas dominantes e os administradores

independentes. À luz do princípio da transparência, o órgão de administração deve estar devidamente informado sobre as matérias em apreciação e decisões tomadas pela Comissão Executiva. Era também encorajada a criação pelo órgão de administração de comissões de controlo internas com atribuição de competências em matérias em que existissem potenciais situações de conflito de interesses, tais como a nomeação de directores e gestores, a análise da política de remunerações e a avaliação da estrutura e governo societários.

Finalmente, no que respeitava aos **Investidores Institucionais**, entendia-se que estes deviam levar em conta as suas responsabilidades quanto a uma utilização diligente, eficiente e crítica dos direitos inerentes aos valores mobiliários de que fossem titulares ou cuja gestão se lhes encontrasse confiada, nomeadamente quanto aos direitos de informação e voto, ao mesmo tempo que deveriam prestar informação no tocante à prática seguida quanto ao exercício do direito de voto relativo a valores mobiliários.

### **2.3.2 – 2001: SEGUNDO ANDAMENTO**

Dois anos depois da publicação o primeiro conjunto de Recomendações, verificou-se que apesar de a prática ter revelado um acolhimento maior por parte das sociedades, não se verificava ainda uma adesão total, apesar de se ter pedido a divulgação da adopção ou grau de adopção das Recomendações, muitas vezes a informação ou não era prestada ou era apresentada de forma desigual ou insuficiente. Daí que a CMVM tivesse decidido impor às sociedades cotadas o dever de divulgar o grau e o modo de adopção das Recomendações. Não se tratava, portanto, de impor obediência às Recomendações em si mesmo, mas de obrigar à divulgação de diversos aspectos ligados ao governo societário, segundo o princípio '*comply or explain*'. Deste modo, foi publicado o Regulamento da CMVM nº7/2001, que elevou parte das Recomendações relativas a informação a disponibilizar aos investidores a verdadeiros deveres e obrigou à entrega de um relatório padronizado, por parte das empresas, sobre o Governo das Sociedades. Ainda em 2001, procedeu-se à reformulação do texto das Recomendações aprovado em 1999, dando origem às "Recomendações sobre o Governo das Sociedades Cotadas" de Dezembro de 2001.

Como referido anteriormente, apenas duas das sete Recomendações relativas à **Divulgação de Informação** permaneceram no texto: a que refere à utilização de novas tecnologias de informação e a que refere à criação de um gabinete de apoio ao investidor, já que as restantes foram transpostas para o Regulamento 7/2001. Se bem que o grupo relativo ao exercício do **Direito de Voto** e o grupo relativo aos **Investidores Institucionais** se mantiveram praticamente inalterados, foram introduzidas duas novas Recomendações no grupo das **Regras Societárias**. Uma delas no sentido da criação de um sistema interno de controlo para a detecção eficaz de riscos ligados à actividade da empresa, em salvaguarda do património e transparência do seu governo; outra é referente a medidas adoptadas para impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição. Estas medidas deviam respeitar os interesses da sociedade e dos accionistas, pelo que a estes se opunham eventuais cláusulas defensivas que tivessem por efeito provocar erosão no património em caso de transição de controlo ou de alteração na composição do órgão de administração. Realçava-se ainda o facto de essas medidas prejudicarem ainda a livre transmissibilidade das acções e a livre apreciação pelos accionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração. Ao grupo que diz respeito ao **Órgão de Administração** foram também acrescentadas duas: recomendava-se que uma parte da remuneração dos membros do órgão de administração, em particular dos que exercessem funções de gestão corrente, dependesse dos resultados da sociedade; a outra recomendação apelava a que a proposta relativa à aprovação de planos de atribuição de acções e/ou de opções de aquisição de acções a membros do órgão de administração e/ou trabalhadores submetida a assembleia geral contivesse todos os elementos necessários para uma avaliação correcta do plano.

Assistimos, assim, a um aperfeiçoamento das Recomendações publicadas em 1999 pela introdução destas quatro que, ao mesmo tempo que prevêm a questão das ofertas públicas de aquisição, tentam aumentar a transparência no seio do órgão de administração e melhorar o tratamento de riscos ligados à actividade da empresa.

### **2.3.3 – 2003: ÚLTIMO ANDAMENTO**

Foi em Agosto de 2003 que a CMVM submeteu à consulta pública um conjunto de alterações às Recomendações em vigor e ao regulamento nº7/2001. No

seguimento das publicações anteriores, procurou-se ainda incorporar aspectos da recomendação da Comissão Europeia de 16 de Maio de 2002, sobre independência dos auditores e a comunicação da Comissão Europeia de 21 de Maio de 2003 sobre o Plano de Acção de Direito das Sociedades. Este processo de consulta dirigiu-se não só às sociedades cotadas mas também a auditores, juristas, entidades gestoras de mercado, associações representativas de profissionais e autoridades de supervisão e teve uma adesão muito significativa<sup>6</sup>. As posições recolhidas foram analisadas pela CMVM e várias delas foram acolhidas e transpostas para os textos finais. O documento, publicado em Novembro de 2003, que resultou deste processo de consulta constituiu as 'Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas', actualmente em vigor. Apresenta-se com uma menor extensão, tendo o número de Recomendações diminuído das anteriores 15 para as actuais 11. A razão destas alterações prende-se com o crescente detalhe no Regulamento associado e com a menor relevância de algumas Recomendações.

No primeiro grupo, referente à **Divulgação de Informação**, foi retirada a recomendação da utilização de novas tecnologias de informação, o que é compreensível não só pela corrente adopção desta prática pela maioria das empresas mas também pela referência feita no Regulamento. O grupo do **Exercício do Direito de Voto e Representação de Accionistas** passa a ter apenas uma recomendação que salienta a não restrição do exercício activo do direito de voto quer directamente, quer por representação, discriminando as situações de eventual restrição. Ao grupo das **Regras Societárias** foi retirada a recomendação do estabelecimento de regras para regulação de conflito de interesses, enquanto que as duas outras se mantiveram, situação mais uma vez justificada pela sua passagem a dever constante no Regulamento. Ao mesmo tempo, o grupo dos **Investidores Institucionais** manteve a sua única recomendação. O grupo do **Órgão de Administração**, conheceu ligeiras alterações no texto das Recomendações, algumas das quais por acolhimento de sugestões emergentes do processo de consulta: foi retirada a

---

<sup>6</sup> Documento de Análise ao Processo de Consulta sobre Governo das Sociedades, [http://www.cmvm.pt/estudos\\_documentos/documentos/doc\\_analise\\_gover\\_sociedades.asp](http://www.cmvm.pt/estudos_documentos/documentos/doc_analise_gover_sociedades.asp)

recomendação relativa à composição da Comissão Executiva e introduzida uma outra que salienta a necessidade de independência dos membros da Comissão de Remunerações face aos membros do órgão de administração; no que respeita à remuneração do órgão de administração, esta deve ser estruturada por forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses da sociedade e deve ser objecto de divulgação anual em termos individuais.

## **2.4 – DAS RECOMENDAÇÕES AOS REGULAMENTOS: A ANÁLISE DE UM INQUÉRITO**

A versão originária das Recomendações, do ano de 1999, foi acompanhada de uma recomendação no sentido de uma divulgação sobre o seu cumprimento. Com o Regulamento nº7/2001 assistiu-se à referida transposição para o plano regulamentar, salientando-se a obrigação de informação relativa ao cumprimento ou ao seu não cumprimento e respectiva justificação, segundo a filosofia '*comply or explain*'.

A publicação das Recomendações e Regulamento actuais, em 2003, surge quer como resultado dos textos anteriores quer como actualização de práticas internacionais, ainda que incorporando também particularidades nacionais acolhidas como resultado do processo de consulta.

Aqui chegados podemos então perguntar: será que ao mesmo tempo que se aperfeiçoaram as Recomendações e os Regulamentos, também se assistiu a um grau crescente de cumprimento e aplicação por parte das sociedades portuguesas do cumprimento destas medidas de Boas Práticas?

A resposta a esta questão passa pela análise do "4º Inquérito Sobre Práticas Relativas ao Governo das Sociedades Cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da Euronext Lisbon"<sup>7</sup>. Um inquérito que vem na sequência de três estudos elaborados pela CMVM e tem como objectivo aferir o cumprimento das Recomendações sobre o Governo das Sociedade cotadas, por parte das empresas.

O questionário enviado em 2002 é distinto dos anteriores até porque se baseia nas Recomendações emitidas em 2001.

---

<sup>7</sup> [http://www.cmvm.pt/estudos\\_documentos/estudos/inquerito\\_soc4/inquerito4.asp](http://www.cmvm.pt/estudos_documentos/estudos/inquerito_soc4/inquerito4.asp)

A percentagem de empresas que responderam ao IV Inquérito foi de 88,7% - 47 respostas em 53 empresas inquiridas, ligeiramente acima de 1999 e 2000, mas ligeiramente abaixo de 2001.

Foram considerados três sectores de actividade: Intermediação Financeira (IF), Seguros e Fundos de Pensões (SGPS) e Outros sectores de actividade (OS); fez-se ainda a distinção entre empresas pertencentes e não pertencentes ao PSI30.

**Tabela 1 – Respostas obtidas por Sector de Actividade**

2002	Intermediação Financeira, Seguros e Fundos de Pensões	6	6	100,0%
	Outras Actividades de Serviços Prestadas às Empresas	26	22	84,6%
	Outros Sectores de Actividade	21	19	90,5%
	Fora do PSI30	23	20	86,9%
	PSI30	30	27	90,0%
	Total	53	47	88,7%

Pela análise da percentagem de respostas obtidas no conjunto das empresas inquiridas verificamos uma maior adesão ao inquérito das empresas pertencentes ao PSI30 por comparação com as restantes e ainda que a menor adesão foi por parte do sector de Outras Actividades de Serviços Prestadas às Empresas (84,6%).

O grau de cumprimento médio das recomendações da CMVM atingiu em 2002 o valor mais elevado de sempre (56,8% em 2002 face aos 52,5% em 2001). Por sector de actividade, verificamos que os intermediários financeiros são os mais cumpridores, tendo os níveis mais elevados de cumprimento em 10 das 13 recomendações, enquanto que no caso das SGPS isso sucede em 2 das 13 recomendações. Ao mesmo tempo, as empresas não pertencentes ao PSI30 são menos cumpridoras, apresentando o nível mais elevado de cumprimento em apenas 5 das 13 recomendações. A nível individual, nenhuma das empresas cumpre todas as recomendações, e apenas 2 empresas cumprem mais de 90% das recomendações emitidas pela CMVM.

**Tabela 4 - Critérios de cumprimento das recomendações da CMVM em 2002 - Por sector**

	Sector de Actividade						PSI30		Fora do PSI30	
	IF		SGPS		OS		Cumpre	Não cumpre	Cumpre	Não cumpre
	Cumpre	Não Cumpre	Cumpre	Não cumpre	Cumpre	Não cumpre	Cumpre	Não cumpre	Cumpre	Não cumpre
Recomendação 1	5	1	18	4	11	7	23	3	11	9

	83,3%	16,7%	81,8%	18,2%	61,1%	38,9%	88,5%	11,5%	55,0%	45,0%
Recomendação 2	4	2	18	4	14	4	23	3	13	7
	66,7%	33,3%	81,8%	18,2%	77,8%	22,2%	88,5%	11,5%	65,0%	35,0%
Recomendação 3	1	5	0	22	0	18	0	26	1	19
	16,7%	83,3%	0,0%	100,0%	0,0%	100,0%	0,0%	100,0%	5,0%	95,0%
Recomendação 4	2	4	1	21	0	18	2	24	1	19
	33,3%	66,7%	4,5%	95,5%	0,0%	100,0%	7,7%	92,3%	5,0%	95,0%
Recomendação 5	6	0	14	8	9	9	19	7	10	10
	100,0%	0,0%	63,6%	36,4%	50,0%	50,0%	73,1%	26,9%	50,0%	50,0%
Recomendação 6	6	0	15	7	14	4	22	4	13	7
	100,0%	0,0%	68,2%	31,8%	77,8%	22,2%	84,6%	15,4%	65,0%	35,0%
Recomendação 7	6	0	20	2	18	0	24	2	20	0
	100,0%	0,0%	90,9%	9,1%	100,0%	0,0%	92,3%	7,7%	100,0%	0,0%
Recomendação 8	6	0	19	3	16	2	23	3	18	2
	100,0%	0,0%	86,4%	13,6%	88,9%	11,2%	88,5%	11,5%	90,0%	10,0%
Recomendação 9	5	1	10	12	6	12	11	15	10	10
	83,3%	16,7%	45,5%	54,5%	33,3%	66,7%	42,3%	57,7%	50,0%	50,0%
Recomendação 10	2	2	4	8	2	4	5	8	3	6
	50,0%	50,0%	33,3%	66,7%	33,3%	66,7%	38,5%	61,5%	33,3%	66,7%
Recomendação 11	2	4	12	10	5	13	12	14	7	13
	33,3%	66,7%	54,5%	45,5%	27,8%	72,2%	46,2%	53,8%	35,0%	65,0%
Recomendação 12	4	2	11	11	9	9	14	12	10	10
	66,7%	33,3%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	53,8%	46,2%	50,0%	50,0%
Recomendação 13	3	0	6	2	2	1	9	3	2	0
	100,0%	0,0%	75,0%	25,0%	66,7%	33,3%	75,0%	25,0%	100,0%	0,0%
Média	71,8%	28,2%	56,6%	43,4%	51,3%	48,7%	59,9%	40,1%	54,1%	45,9%

Pela análise do **IV Inquérito** podemos então afirmar que a tendência é de aumento do grau de cumprimento das Recomendações por parte das empresas mas que ainda há um grande caminho a percorrer, sem prejuízo das disparidades no cumprimento de diferentes recomendações, uma vez que o grau médio de cumprimento ainda se encontra baixo (56,8%).

### 3 - CORPORATE GOVERNANCE EM PORTUGAL: QUE PERSPECTIVAS

A nível mundial<sup>8</sup>, podemos identificar duas grandes correntes de sistemas de *Corporate Governance*: o sistema anglo-americano e os sistemas alternativos, sobretudo o Japonês e o Alemão. Após o escândalo da Enron, o sistema anglo-americano, baseado num maior funcionamento do sistema de mercado, comparativamente aos outros, foi posto em causa. Desta situação derivou a multiplicação de legislação nos E.U.A. bem como em muitos outros países. Entendeu-se, portanto, ser necessária uma maior intervenção reguladora por parte do Estado. Contudo, não se atendeu ao facto de o caso da Enron ser um

<sup>8</sup>Elaine Stenberg, *Corporate Governance: Accountability in the Marketplace*, IEA, London, 2004

exemplo de uma excepção e acresce a que o sistema anglo-americano funciona, ainda assim, relativamente melhor que os alternativos.

A melhor forma de responder às falhas do sistema anglo-americano não será imitar a Alemanha ou o Japão ou aumentar a regulação das actividades das empresas mas antes libertar os accionistas de obstáculos regulatórios deixando-lhes liberdade para escolher o melhor modo de como as suas empresas prestam contas<sup>9</sup>.

Esta posição, que vai no sentido de criar a legislação estritamente necessária, evitando qualquer excesso de regulamentação que perturbe o mecanismo de mercado, é partilhada pela autoridade que regula as sociedades cotadas em Portugal, a CMVM. A política seguida pela CMVM, através das Recomendações e Regulamentos que tem publicado, tem sido a de «*comply or explain*», pelo que as empresas são obrigadas a divulgar se, e em que medida, cumprem as recomendações ou então a explicar por que não o fazem. Uma política que levou a que algumas recomendações fossem promovidas a obrigações, expressas em regulamento, sobretudo as ligadas ao reforço da transparência. Ainda assim, as Boas Práticas não são, em geral, impostas às empresas pelo que se deixa margem ao funcionamento espontâneo do mercado. Uma política que tem sido reconhecida, se analisarmos os resultados do IV Inquérito - por comparação aos anteriores - verificamos um maior cumprimento voluntário das recomendações por parte das sociedades cotadas. Para além disso, o texto das Recomendações e dos Regulamentos tem sido actualizado, de acordo os *standards* internacionais com ajustamentos à realidade do país.

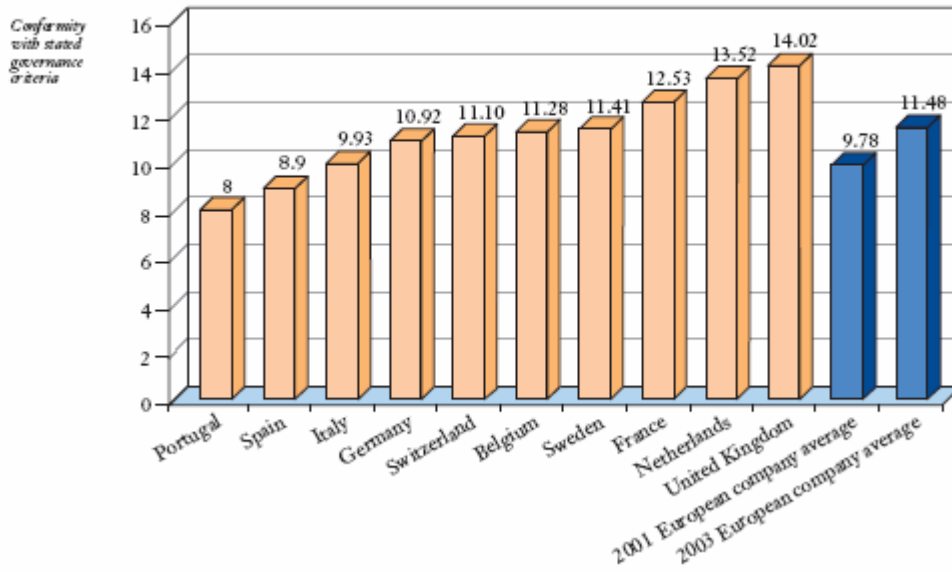
A este propósito, vale a pena destacar um estudo realizado pela Heidrick & Struggles<sup>10</sup> acerca do *Corporate Governance* na Europa, onde se constata um atraso significativo de Portugal relativamente à Europa. Na dimensão que se reporta à análise dos órgãos de administração das empresas, o *rating* encontrado para Portugal foi mesmo o mais baixo; no entanto, apesar de se manter na 10ª posição, foi o país que maior progresso registou.

---

<sup>9</sup> Elaine Stenberg, *Corporate Governance: Accountability in the Marketplace*, IEA, London, 2004, pp. 196-197

<sup>10</sup> Heidrick & Struggles, *Is your board fit for the global challenge? Corporate Governance in Europe*. [http://www.heidrick.com/NR/rdonlyres/DACDA5C0-7DD5-4A8D-AE86-A50A01CFCD57/0/HS\\_CorpGovEurope.pdf](http://www.heidrick.com/NR/rdonlyres/DACDA5C0-7DD5-4A8D-AE86-A50A01CFCD57/0/HS_CorpGovEurope.pdf)

Corporate governance ratings by country



Apesar de tudo, a evolução das Boas Práticas em Portugal tem vindo a ser positiva, havendo, no entanto, um longo caminho a percorrer até que os mercados internacionais se sintam mais confortáveis a investir no país.

## BIBLIOGRAFIA

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, <http://www.cmvm.pt>

\_\_\_\_\_, *A importância do Corporate Governance - Uma perspectiva institucional*, [http://www.cmvm.pt/estudos\\_documentos/intervencoes/20001123.asp](http://www.cmvm.pt/estudos_documentos/intervencoes/20001123.asp)

\_\_\_\_\_, uma intervenção do seu presidente, Prof. Fernando Teixeira dos Santos, *A informação, a gestão e as empresas cotadas, na perspectiva do Governo das Sociedades*, [http://www.cmvm.pt/estudos\\_documentos/intervencoes\\_publicas\\_do\\_conselho\\_directivo.asp](http://www.cmvm.pt/estudos_documentos/intervencoes_publicas_do_conselho_directivo.asp)

\_\_\_\_\_, *Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*, 1999, [http://www.cmvm.pt/estudos\\_documentos/documentos\\_em\\_arquivo/socot/indice\\_socot.asp](http://www.cmvm.pt/estudos_documentos/documentos_em_arquivo/socot/indice_socot.asp)

\_\_\_\_\_, *Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*, Dezembro de 2001, [http://www.cmvm.pt/recomendacoes\\_e\\_orientacoes/recomendacoes/socot/indice.asp](http://www.cmvm.pt/recomendacoes_e_orientacoes/recomendacoes/socot/indice.asp)

\_\_\_\_\_, *Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*, Novembro de 2003, [http://www.cmvm.pt/recomendacoes\\_e\\_orientacoes/recomendacoes/socot\\_nov2003/indice.asp](http://www.cmvm.pt/recomendacoes_e_orientacoes/recomendacoes/socot_nov2003/indice.asp)

\_\_\_\_\_, *Consulta Pública n.º 07/2003* [http://www.cmvm.pt/estudos\\_documentos/documentos/arquivo\\_consulta\\_publica.asp](http://www.cmvm.pt/estudos_documentos/documentos/arquivo_consulta_publica.asp)

\_\_\_\_\_, *Regulamento da CMVM n.º 11/2003* [http://www.cmvm.pt/legislacao\\_e\\_publicacoes/legislacao/regulamentos\\_da\\_cmvm/2003/reg2003\\_11.asp](http://www.cmvm.pt/legislacao_e_publicacoes/legislacao/regulamentos_da_cmvm/2003/reg2003_11.asp)

\_\_\_\_\_, *Regulamento da CMVM N.º 07/2001* [http://www.cmvm.pt/legislacao\\_e\\_publicacoes/legislacao/regulamentos\\_da\\_cmvm/2001/reg2001\\_07.asp](http://www.cmvm.pt/legislacao_e_publicacoes/legislacao/regulamentos_da_cmvm/2001/reg2001_07.asp)

\_\_\_\_\_, *4.º Inquérito Sobre Práticas Relativas ao Governo das Sociedades Cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da Euronext Lisbon*, [http://www.cmvm.pt/estudos\\_documentos/estudos/inquerito\\_soc4/inquerito4.asp](http://www.cmvm.pt/estudos_documentos/estudos/inquerito_soc4/inquerito4.asp)

**HEIDRICK & STRUGGLES**, *Is your board fit for the global challenge? Corporate Governance in Europe*, London 2003, [http://www.heidrick.com/NR/rdonlyres/DACDA5C0-7DD5-4A8D-AE86-A50A01CFCD57/0/HS\\_CorpGovEurope.pdf](http://www.heidrick.com/NR/rdonlyres/DACDA5C0-7DD5-4A8D-AE86-A50A01CFCD57/0/HS_CorpGovEurope.pdf)

**MOREIRA, José Manuel**, *Ética Empresarial* “Introdução”, Vida Económica, Lisboa 2002

**STERNBERG, Elaine**, *Corporate Governance: Accountability in the Marketplace*, 2<sup>nd</sup> Edition, IEA, London 2004