

1. INTRODUÇÃO

Em 19 de Maio de 2011, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (“**CMVM**”) divulgou no seu *website* o Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal relativo ao exercício de 2009 (“**Relatório de 2009**”).⁽¹⁾

O Relatório de 2009 apresenta, para além de informação estatística de inegável interesse, um conjunto de apreciações, decisões e opiniões da CMVM que cremos relevantes. Por isso, merecem ser realçadas e sumariamente analisadas, designadamente quanto a algumas das matérias em que existe uma divergência entre a auto-avaliação apresentada pelas entidades emitentes e a avaliação realizada pela CMVM⁽²⁾ e ainda quanto às justificações para o não cumprimento apresentadas pelas entidades emitentes e consideradas válidas pela CMVM.

Seguiremos aqui a estrutura do Relatório de 2009, referindo em relação a cada uma dessas recomendações, as posições ou opiniões da CMVM, no nosso entender, dignas de realce.

2. O RELATÓRIO DE 2009

O Relatório de 2009 divide-se em duas partes: o Capítulo I, relativo à situação do governo das sociedades cotadas, e o Capítulo II, relativo às recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades.

O Capítulo I analisa a estrutura do capital accionista das sociedades abertas emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado em Portugal (“**Sociedades**”), bem como o respectivo sistema de governo societário, ou seja, as estruturas, órgãos e modelos de governo, a política de remuneração dos membros dos órgãos sociais, funcionamento da assembleia geral, entre outros aspectos.

É no Capítulo II que se encontra a habitual análise da CMVM sobre o cumprimento pelas Sociedades das recomendações sobre governo societário nos termos do Regulamento n.º 1/2010 da CMVM, que entrou em vigor a 8

⁽¹⁾ Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Pages/20110519a.aspx#235>.

⁽²⁾ Saliente-se que a CMVM procedeu no Relatório de 2009 a uma análise crítica do conteúdo das declarações de cumprimento ínsitas nos relatórios de governo societário elaborados e divulgados pelas Sociedades, contrariando em numerosos casos a autoavaliação por estas realizada, em muitos casos excessivamente optimista (cf. pp. 65 e ss. e 106 e ss. do Relatório de 2009). A este propósito, remetemos para o nosso [Destaque de 17 de Maio de 2010](#) que elenca os critérios utilizados pela CMVM na verificação da regularidade formal e substancial do exercício de *comply or explain* solicitado às Sociedades.



de Janeiro de 2010 (salvo quanto a certas disposições relativas a divulgação de remuneração dos membros dos órgãos sociais, com entrada em vigor a 1 de Janeiro de 2011).⁽³⁾

Em 2009, a CMVM registou uma ligeira melhoria no cumprimento do dever de *comply or explain* pelas Sociedades, bem como um significativo incremento no grau de cumprimento das recomendações. Porém, apenas em 39% das situações em que não se verificou o cumprimento das recomendações, a explicação avançada pelas Sociedades foi aceite pela CMVM. De um modo geral, as recomendações relativas ao Conselho de Administração e a remunerações registaram níveis de incumprimento descritos pela CMVM como preocupantes.

3. RECOMENDAÇÕES

3.1 FUNCIONAMENTO DAS ASSEMBLEIAS GERAIS E INFORMAÇÃO

Recomendação I.3.3 (uma acção um voto)

A CMVM reconheceu ter adoptado um critério mais favorável na apreciação do cumprimento desta recomendação à luz das recomendações de 2010, considerando a recomendação cumprida em casos nos quais não resultava afectado o princípio da proporcionalidade entre capital e controlo apesar da existência de limitações ao número máximo de direitos de voto. A este propósito, a CMVM apontou ainda como determinante da inobservância dessa recomendação, por exemplo, a utilização de limites ao exercício de voto para uma das categorias de acções da Sociedade, a existência de *voting caps* de 10% e ainda a existência de diferentes categorias de acções. Pese embora a flexibilidade demonstrada pelo regulador, o mérito do seu entendimento é discutível, atenta a simplicidade da recomendação e o seu carácter essencial para um governo societário são.

Recomendação I.4.1 (quórum constitutivo ou deliberativo)

No Relatório de 2009, tal como no do ano transacto, a CMVM distingue entre a imposição de um quórum deliberativo e constitutivo, considerando o último menos grave que o primeiro.

As explicações avançadas pelas Sociedades para a adopção de **quórum constitutivo agravado** estão sobretudo relacionadas com a protecção dos accionistas e a sua representatividade na Assembleia Geral, em particular nos casos em que existe um accionista de referência. Também foi referida por uma das Sociedades a irrelevância do quórum agravado estatutário atenta a respectiva estrutura accionista, sem que fossem avançadas mais explicações sobre esse fenómeno.

As justificações dadas pelas Sociedades para a existência de **quórum deliberativo agravado** assentam na especial relevância das decisões em relação às quais este é exigido e a decorrente necessidade de garantir a vontade inequívoca e largamente maioritária dos accionistas.

⁽³⁾ Nos termos do Regulamento n.º 1/2010 da CMVM, para além da adesão ao [Código de Governo das Sociedades](#) adoptado pela CMVM ou a outro considerado equivalente nos termos do artigo 1.º do Regulamento n.º 1/2010 da CMVM, as Sociedades deverão proceder à divulgação de informação sobre a estrutura e as práticas de governo, através de um relatório detalhado sobre a estrutura e as práticas de governo societário, cujo modelo se encontra no Anexo I ao referido Regulamento n.º 1/2010 da CMVM (cf. artigo 2.º). De acordo com o capítulo 0 (“Declaração de Cumprimento”) do Anexo I ao Regulamento n.º 1/2010 da CMVM, as Sociedades deverão apresentar (entre outros elementos) indicação discriminada das recomendações adoptadas e não adoptadas contidas no Código de Governo das Sociedades da CMVM ou noutro equivalente, numa lógica de *comply or explain*. (para uma breve explicação do princípio “*comply or explain*”, vide o já mencionado [Destaque de 17 de Maio de 2010](#) e ainda o artigo de Paulo Câmara intitulado “Códigos De Governo Das Sociedades”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º15, Dezembro de 2002).



Recomendação I.6.1 (revisão de medidas defensivas de cinco em cinco anos)

A CMVM considerou a recomendação não aplicável sempre que os estatutos não prevejam limitações ao número de votos.

Algumas Sociedades explicaram de forma efectiva a não adopção desta recomendação, com o argumento de que *i)* a consagração estatutária de uma obrigação de revisão das estipulações de limite de voto de cinco em cinco anos, sem exigência de maioria agravada, é desnecessária, na medida em que é sempre possível aos accionistas alterar ou suprimir tal disposição a todo o tempo. Em acréscimo, *ii)* atenta a relevância dos limites de voto estabelecidos nos estatutos para a vida da Sociedade, a sua modificação só deve ocorrer perante vontade inequívoca e largamente maioritária nesse sentido. Uma outra Sociedade alegou que, no contexto de uma oferta pública, havia sido rejeitada pela Assembleia Geral a eliminação de tais disposições, acrescentado que *iii)* as mencionadas limitações contribuem para a dispersão do capital social e maior transparência do governo societário.

Não podemos deixar de frisar que argumentos aduzidos pelas Sociedades assinalados como *i)* e *ii)* têm os seus méritos, como de resto a CMVM reconheceu. Quanto ao argumento *iii)*, não dispomos de elementos suficientes para aferir a sua pertinência.

Recomendação I.6.2 (medidas anti-OPA)

A CMVM considerou que sempre que as Sociedades não consagrarem nos respectivos estatutos medidas defensivas a recomendação não lhes é aplicável.

3.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Recomendação II.2.3 (coordenação dos trabalhos dos administradores não executivos)

Em sete das Sociedades relativamente às quais a CMVM detectou divergências de avaliação, o relatório de governo de não permite comprovar a implementação de mecanismos eficientes de coordenação dos trabalhos dos membros não executivos nos casos em que o Presidente do Conselho de Administração exerce simultaneamente funções executivas. A CMVM considerou que a recomendação não é aplicável às Sociedades em que o Presidente do Conselho de Administração não exerce funções executivas. O regulador referiu que basta que exista um membro não executivo no órgão de administração para ser necessária a implementação de mecanismos ou procedimentos que assegurem que a sua acção pode decorrer com independência face ao Presidente do Conselho de Administração e ao Presidente da Comissão Executiva.

Apenas uma Sociedade apresentou uma justificação considerada válida pela CMVM, que se prende com o facto de o Presidente do Conselho de Administração ter passado a presidir também à Comissão Executiva apenas em Dezembro de 2009, não tendo ainda havido oportunidade de definir os mecanismos de coordenação dos trabalhos dos administradores não executivos.

Recomendação II.2.5 (rotação do membro com o pelouro financeiro)

A CMVM detectou nove divergências de avaliação, relacionadas com a ausência de rotação do membro do órgão de administração com o pelouro financeiro, com a ausência de informação no relatório de governo sobre a rotação do membro do órgão de administração com o pelouro financeiro e ainda com diferentes interpretações quanto à forma de determinar se o administrador se encontra em funções há tempo suficiente para determinar a necessidade de rotação.



O regulador considerou que a mera menção no relatório de governo à partilha do pelouro financeiro por dois membros do Conselho de Administração, sem mencionar a respectiva identidade, não é suficiente para efeitos de cumprimento.

3.3 ADMINISTRADOR DELEGADO, COMISSÃO EXECUTIVA E CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO EXECUTIVO

Recomendação II.3.1 (informação aos membros dos órgãos sociais)

A CMVM contrariou a auto-avaliação das Sociedades em três casos, com fundamento no facto de não resultar claro do respectivo relatório de governo que os administradores com funções executivas, quando instados por outros membros dos órgãos sociais, possam prestar em tempo útil e de forma adequada as informações solicitadas.

3.4 CONSELHO GERAL E DE SUPERVISÃO, COMISSÃO PARA AS MATÉRIAS FINANCEIRAS, COMISSÃO DE AUDITORIA E CONSELHO FISCAL

Recomendação II.1.1.2 (controlo interno)

Três das Sociedades apresentaram auto-avaliações divergentes da avaliação da CMVM. Enquanto a Sociedade considerou a recomendação como adoptada, a CMVM alegou que a mesma foi incumprida com fundamento em falta de informação no relatório de governo que permita atestar do cumprimento da recomendação em dois dos casos, e no outro devido ao facto de existir apenas um membro do órgão de administração não executivo com capacidades de supervisão, fiscalização e avaliação dos membros executivos.

Recomendações II.1.4.1 (comunicação de irregularidades) e II.1.4.2 (divulgação da política de comunicação de irregularidades)

Quanto à recomendação II.1.4.1, CMVM discordou da avaliação proposta por duas Sociedades por não ser efectuada no respectivo relatório de governo das sociedades qualquer descrição do conteúdo da política de comunicação de irregularidades nos termos exigidos pela recomendação. No que à recomendação II.1.4.2 respeita, duas das quatro divergências detectadas devem-se ao não cumprimento da recomendação anterior. Tal “incumprimento em cascata” suscita a questão da eventual conveniência de prever estas situações no Anexo I ao Relatório n.º 1/2010, em prol da certeza e segurança jurídicas.

Recomendação II.4.2 (divulgação da actividade de fiscalização)

A CMVM considerou como suficiente para efeitos de adopção da recomendação a descrição no relatório e parecer do Conselho Fiscal da actividade por este desenvolvida, atestando um elevado grau de flexibilidade e favorecendo o cumprimento material da recomendação.

Recomendação II.4.4 (auditor externo)

As principais razões para as sete divergências identificadas assentam não inexistência de informação esclarecedora sobre o papel assumido pelo órgão de fiscalização das Sociedades perante o seu auditor externo e na ausência de desempenho integral das funções cometidas ao órgão de fiscalização relativamente à intervenção do auditor externo. Em quatro das treze situações de não cumprimento, as explicações aceites como válidas pela CMVM referem-se ao facto de a representação da Sociedade perante o auditor externo ter sido efectivamente assegurada pelo Conselho de Administração, o que acreditamos não ser vantajoso, uma



vez que o órgão de fiscalização possui uma maior vocação e disponibilidade para certas questões de índole técnica.

Recomendação II.4.5 (avaliação do auditor externo)

As nove divergências de avaliação identificadas correspondem a situações em que a informação constante dos relatórios de governo societário não permite comprovar avaliação do desempenho do auditor externo pelo órgão de fiscalização da Sociedade, ou a situações em que se conclui que este não o faz. De onze casos de incumprimento apenas uma Sociedade apresentou uma justificação aceite pela CMVM, referindo que essa avaliação está a cargo de todos os órgãos sociais. Naturalmente, embora flexível e proporcional, esta postura do regulador poderá originar a diluição da responsabilidade dos órgãos sociais pela avaliação do auditor externo, que passa encontrar-se a cargo de todos e de ninguém em especial.

3.5 COMISSÕES ESPECIALIZADAS

Recomendação II.5.1 (comissões especializadas)

A CMVM detectou igualmente divergências entre a sua análise e a realizada por cinco Sociedades. No caso de três Sociedades, a CMVM entendeu que a recomendação não é adoptada em virtude das Sociedades não poderem ser consideradas como de pequena dimensão, pelo que não estão eximidas da criação de tais comissões (tal argumento da reduzida dimensão foi aceite como justificação efectiva num único caso). A CMVM considerou, quanto a outra dessas cinco Sociedades, que a recomendação não é cumprida caso tais comissões integrem administradores executivos, como de resto o texto da recomendação sugere.

3.6 REMUNERAÇÕES

Recomendação II.1.5.1 (remuneração dos administradores)

A CMVM considerou a recomendação como não adoptada sempre que não exista um *“adequado alinhamento das políticas remuneratórias do órgão de administração com a respectiva avaliação de desempenho da empresa”*, ou nas situações em que *“a componente variável da remuneração não é consistente com a maximização do desempenho de longo prazo da empresa”*. No caso de uma Sociedade, a recomendação foi considerada como não cumprida devido à inexistência de atribuição de remuneração variável.

Recomendação II.1.5.6 (presença de representante da Comissão de Remunerações na Assembleia Geral)

As divergências identificadas reportam-se à falta de elementos no relatório de governo da sociedade que permitam aferir do cumprimento da recomendação. Num caso em particular a recomendação foi considerada não aplicável em virtude de a Sociedade não dispor, em 2009, de uma Comissão de Remunerações.

Recomendação II.1.5.4 (atribuição de acções ou opções)

Três das cinco Sociedades em que foram detectadas divergências consideraram a recomendação como adoptada sem terem sido instituído quaisquer planos de atribuição de acções e/ou opções de aquisição de acções, casos em que a CMVM considerou a recomendação como não aplicável. Noutro caso, a divergência refere-se à falta de aprovação pela Assembleia Geral dos planos que lhe haviam sido submetidos.



Recomendação II.1.5.7 (divulgação individualizada das remunerações)

A CMVM considerou que determinam o incumprimento da recomendação a ausência de divulgação das componentes e origem das remunerações, bem como da remuneração dos membros dos órgãos de administração e fiscalização recebida em outras sociedades do grupo ou controladas por accionistas titulares de participações qualificadas.

Recomendação II.5.2 (independência dos membros da comissão de remunerações)

Em dez Sociedades, num universo de dezassete incumpridoras, a CMVM considerou que não era possível determinar a independência de certos membros da Comissão de Remunerações através da informação constante do relatório de governo ou que estes não preenchiam tais critérios. Noutra das Sociedades, os vencimentos do órgão de administração eram fixados por administradores não executivos, não se assegurando contudo a independência dessa fixação face ao órgão de administração, caso em que o regulador considerou a recomendação como não cumprida.

4. NOTA FINAL

Conforme referido pela CMVM no Relatório de 2009, o esgotar de uma certa “benevolência pedagógica” empregue no passado e a alteração de práticas instituídas explica a subida dos níveis de incumprimento por parte de certas Sociedades, não obstante a melhoria global dos níveis de cumprimento.

Ainda assim, a CMVM demonstrou no Relatório de 2009 que a sua análise se pautou pela flexibilidade, proporcionalidade e preocupação com o cumprimento material (e não apenas formal) das recomendações. Tal é essencial, sobretudo face à recente vaga de intervenção regulatória no governo societário, que as Sociedades – independentemente da sua dimensão – levarão algum tempo a assimilar.

Lisboa, 20 de Agosto de 2012