

1. INTRODUÇÃO

Em 31 de Julho de 2012, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (“**CMVM**”) divulgou no seu *website* o Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal⁽¹⁾ relativo ao exercício de 2010 (“**Relatório de 2010**”).

O Relatório de 2010 apresenta, para além de um conjunto de informação estatística de inegável interesse, um conjunto de apreciações, decisões e opiniões da CMVM que cremos relevantes, e que por tal merecem ser sumariamente descritas e analisadas.

2. O RELATÓRIO DE 2010

À semelhança dos anteriores relatórios, o Relatório de 2010 divide-se em dois capítulos, o primeiro dos quais relativo à situação do governo das sociedades abertas emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado em Portugal (“**Sociedades**”) e o segundo relativo à análise do cumprimento das recomendações da CMVM em matéria de governo societário.

É portanto no Capítulo II do Relatório de 2010 que se encontra a costumada análise da CMVM sobre o cumprimento pelas Sociedades das recomendações vertidas no [Código de Governo das Sociedades](#). Com efeito, nos termos do Regulamento n.º 1/2010 da CMVM, as Sociedades encontram-se obrigadas a proceder anualmente à divulgação de informação sobre a sua estrutura e as práticas de governo num exercício de *comply or explain*.⁽²⁾

No Relatório de 2010 a CMVM analisou de forma crítica o conteúdo das declarações de cumprimento ínsitas nos relatórios de governo societário elaborados e divulgados pelas Sociedades, contrariando em numerosos casos a auto-avaliação por estas considerada, que se afigurou excessivamente optimista em muitos dos casos.⁽³⁾

⁽¹⁾ Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Em%20Arquivo/Pages/20120731a.aspx>.

⁽²⁾ Remetemos a este propósito para o nosso Destaque de 20 de Agosto de 2012 sobre o Relatório Anual da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal relativo ao exercício de 2009, disponível em www.csassociados.pt.

⁽³⁾ Cf. pp. 62 e ss. e 90 e ss. do Relatório de 2010. A este propósito, remetemos igualmente para o [Destaque de 17 de Maio de 2010](#) (*vide* nota de rodapé anterior) que descreve os critérios empregues pela CMVM na análise do cumprimento pelas Sociedades do exercício *comply or explain*.



O presente texto tem precisamente por objecto a análise das justificações apresentadas pelas Sociedades para a não adopção das recomendações que foram consideradas válidas pela CMVM. Seguiremos aqui a estrutura do Relatório de 2010, referindo em relação a cada uma dessas recomendações, as posições ou opiniões da CMVM, no nosso entender, dignas de realce.

Cumpra finalmente referir que, de um modo geral, a CMVM registou uma diminuição do grau médio de cumprimento das recomendações sobre governo societário em relação ao ano transacto, devendo-se tal baixa, em parte, à entrada em vigor da nova regulamentação. A CMVM salientou em particular a generalizada baixa taxa de adopção das recomendações relativas ao Conselho de Administração e uma fraca adesão às recomendações em matéria de remunerações, que poderá explicar-se pela entrada em vigor da Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho e ao necessário ajustamento das Sociedades às novas exigências de divulgação.⁽⁴⁾

3. RECOMENDAÇÕES

3.1 FUNCIONAMENTO DAS ASSEMBLEIAS GERAIS E INFORMAÇÃO

Recomendação I.3.3 (uma acção um voto)

Relativamente à participação na Assembleia Geral, a CMVM considerou que os limites ao exercício dos direitos de voto impostos em sede de Assembleia Geral são susceptíveis de determinar a inobservância pelas Sociedades desta recomendação. A CMVM aponta ainda como contrários à recomendação os casos específicos da utilização de mecanismos tendentes ao “empolamento” de direitos de voto (“*voting enhancement*”), nomeadamente os que impeçam a designação do Conselho de Administração por uma maioria de titulares de uma categoria de acções sempre que a outra categoria não dê a sua aprovação maioritária a tal designação.⁽⁵⁾

Uma das seis justificações consideradas válidas pela CMVM (num universo de sete casos de incumprimento) funda-se no valor do investimento exigido para adquirir acções correspondentes a um voto e participar na Assembleia Geral da Sociedade, bem como na recente manifestação da vontade dos accionistas da Sociedade em manter as limitações ao direito de voto sancionadas pela recomendação.

Apesar de a posição do regulador ser porventura demasiado tolerante face à manutenção de obstáculos ao princípio “uma acção um voto”, reconhecemos que a tendência é a do progressivo desmantelamento de tais mecanismos.

Recomendação I.4 (quórum deliberativo)

A CMVM detectou falhas no cumprimento desta recomendação. Num caso pontual, a CMVM aceitou como justificação ou atenuante para o não cumprimento da referida recomendação a reduzida dispersão de capital da Sociedade. Outra das justificações aceites pela CMVM assenta no facto de a fixação de um quórum deliberativo superior ao previsto por lei ter sido expressamente confirmada pelos accionistas da Sociedade em

⁽⁴⁾ Com efeito, e a título de exemplo, quanto à recomendação II.1.5.2 (sobre os critérios para a fixação da política de remunerações), várias Sociedades que optaram por não adoptar a recomendação justificaram essa opção com fundamento no facto de o processo de implementação da mesma ainda se encontrar em curso.

⁽⁵⁾ Esta situação verificava-se na Galp, tendo cessado com a alteração dos estatutos aprovada na Assembleia Geral de 24 de Abril de 2012. De resto, a grande maioria das demais Sociedades em que parte do capital social se encontrava afecto ao Estado através de uma categoria distinta de acções com direitos especiais (“*golden shares*”) está em vias de fazer cessar essa situação no quadro de processos de privatização.



Assembleia Geral realizada há menos de cinco anos. Na nossa opinião, este último entendimento da CMVM corre sérios riscos de potenciar a desprotecção das minorias accionistas.⁽⁶⁾

Recomendação III.1.2 (informação em inglês)

Por último, a CMVM apurou a inobservância de recomendações relativas à difusão de informação, correspondente à falta de disponibilização de informação em inglês sobre as actividades das Sociedades. As justificações aceites pela CMVM tiveram como fundamento razões atinentes à dimensão da própria Sociedade, ao universo de accionistas e aos custos substanciais para dar cumprimento a essa recomendação. Consideramos que tal entendimento do regulador não procede no contexto das Sociedades em apreço e não se justifica numa lógica de mercado, em que a transparência e acessibilidade da informação em geral se reputam essenciais.

3.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

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

Relativamente à política de rotação dos pelouros no Conselho de Administração, a CMVM aceitou a não observância da recomendação com fundamento na estrutura accionista da Sociedade em causa. A mesma justificação serviu também para fundamentar justificações de não cumprimento da recomendação II.1.3.2, que versa sobre a selecção dos administradores não executivos sem interferência dos administradores executivos. Os elementos fornecidos pela CMVM não permitem apurar com precisão a razão de ser da sua posição.

Recomendação II.1.2.2 (número administradores independentes)

No que se refere a esta recomendação, as desconformidades detectadas pela CMVM prendem-se essencialmente com a presença de accionistas no Conselho de Administração das Sociedades. As justificações das Sociedades para a não adopção da recomendação (aceites pela CMVM) fundaram-se na reduzida dispersão de capital da Sociedade e ainda na circunstância de o órgão de fiscalização ser maioritariamente composto por membros independentes. Há que reconhecer que por um lado *i)* a reduzida dispersão de capital da Sociedade não exclui a necessidade de assegurar um número razoável de administradores não executivos independentes⁽⁷⁾ e que, por outro lado *ii)* a independência do órgão de fiscalização decorre já da lei (cf. o regime das incompatibilidades previsto no art. 414-A.º do Código das Sociedades Comerciais), pelo que não consubstancia fundamento credível para afastar a observância da recomendação.

Recomendação II.5.1 (comissões especializadas)

Uma das recomendações que registou igualmente taxas de não conformidade elevadas foi a relativa à existência de comissões especializadas no seio do Conselho de Administração. Sete das dezanove Sociedades que, segundo a CMVM, não adoptaram a recomendação justificaram a inobservância desta recomendação com fundamento na reduzida dimensão da Sociedade, instituindo contudo modelos alternativos, como por

⁽⁶⁾ Sobretudo porque permite ao accionista maioritário controlador adoptar e/ou validar em Assembleia Geral medidas de controlo societário potencialmente prejudiciais aos demais accionistas, mantendo os incentivos à concentração do capital.

⁽⁷⁾ Que desempenham um papel fulcral na prevenção e gestão de conflitos de interesses (cf. “Os administradores independentes das sociedades cotadas portuguesas” in Corporate Governance, Reflexões I, Comissão Jurídica, p. 10, disponível em www.cgov.pt).



exemplo a atribuição de pelouros específicos aos membros do Conselho de Administração. Não podemos deixar de salientar que o regulador demonstrou, a nosso ver correctamente, uma particular flexibilidade e sensibilidade à natureza e dimensão das Sociedades, de resto como o texto da recomendação sugere.

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

Recomendação IV.1.2 (negócios com partes relacionadas)

Uma das recomendações que registou alta taxa de inobservância respeita à necessidade de obtenção de parecer prévio do órgão de fiscalização relativamente aos negócios de relevância significativa com titulares de participação qualificada ou com entidades com estes relacionadas nos termos do art. 20.º do Código dos Valores Mobiliários. Efectivamente, a CMVM veio a apurar que catorze Sociedades assumiram o incumprimento desta recomendação. Uma das Sociedades cuja justificação para a não adopção foi aceite alegou a impossibilidade de instituir esta prática em 2010, tendo entretanto aprovado em 2011 um regulamento para esse efeito.

Recomendação II.1.1.2 (sistemas internos de controlo e gestão de riscos)

No que se refere aos sistemas internos de controlo e gestão de riscos, quatro das seis Sociedades que se declararam como não adoptantes justificaram validamente a inobservância da recomendação com fundamento na dimensão da Sociedade, sector de actividade e inexistência de historial de risco. Mais uma vez o regulador mostrou que favorece uma abordagem proporcional e adequada ao universo de Sociedades em questão.

Recomendação II.1.4.1 (comunicação de irregularidades)

Cinco das onze Sociedades que não adoptaram a recomendação apresentaram razões que a CMVM reputou válidas, e que se reportam à existência de sistemas alternativos de recepção de comunicações junto de superiores hierárquicos, Conselho de Administração ou dos órgãos de auditoria. O entendimento do regulador sobre a equivalência destes mecanismos alternativos será a nosso ver correcto caso os mesmos estejam devidamente formalizados.

3.4 REMUNERAÇÕES

Recomendação II.1.5.1 (remuneração dos administradores)

A título de exemplo, refira-se que esta recomendação não foi considerada pela CMVM como cumprida por nenhuma Sociedade, sendo que das vinte e duas Sociedades que declararam a sua não adopção, apenas dez justificaram de forma efectiva essa escolha. Um dos fundamentos apresentados foi a remuneração dos administradores pela sua presença nas reuniões da administração e a inexistência de remuneração dependente da performance na Sociedade (existindo apenas nas demais Sociedades do grupo).



3.5 AUDITORIA

Recomendação II.4.6 (reporte da auditoria interna e *compliance*)

Na área da auditoria, uma das recomendações com mais elevada taxa de não adopção é a que impõe o reporte funcional dos serviços de auditoria interna e *compliance* à comissão de auditoria ou órgão funcionalmente equivalente, de acordo com o modelo de governo da Sociedade. Seis das onze Sociedades que não seguiram a recomendação justificaram essa opção com fundamento, por exemplo, no desempenho por um *Chief Risk Officer* dos serviços de auditoria interna, de acordo com o modelo societário da Sociedade, tendo a CMVM aceite esse argumento como válido, sem, no entanto, adiantar razões para tal.

Recomendação III.1.5 (prestação de serviços diversos dos serviços de auditoria pelo auditor externo)

No domínio da contratação ao auditor externo de serviços diversos dos serviços de auditoria, a recomendação impõe a existência de uma aprovação prévia por parte do órgão de fiscalização, de modo a garantir a independência do auditor externo. Das dez Sociedades que declararam não adoptar esta recomendação, seis alegaram que os serviços prestados são apenas de cariz administrativo, de recursos humanos e formação, e que, por outro lado, beneficiam de acompanhamento permanente por parte do órgão de fiscalização. A CMVM aceitou esta justificação. Contudo, acreditamos que, atenta a *ratio* da recomendação, o elemento relevante não é o tipo dos serviços prestados, nem o acompanhamento da actividade do auditor externo, mas sim o seu valor face ao total dos serviços prestados à Sociedade.

Recomendação II.4.4 (representação da sociedade junto do auditor externo)

Das catorze Sociedades que não adoptaram esta recomendação, uma justificou a não adopção da recomendação com fundamento no facto de o auditor externo e o ROC da Sociedade serem a mesma entidade (sendo o ROC eleito em Assembleia Geral sob proposta do conselho fiscal).

Recomendação II.4.5 (avaliação do auditor externo)

Uma das oito Sociedades que não adoptaram a recomendação relativa à avaliação do auditor externo pela comissão de auditoria (ou órgão funcionalmente equivalente de acordo com o modelo de governo societário), justificou a não adopção com fundamento na avaliação por todos os órgãos sociais do desempenho do auditor externo, que tornaria supérfluo o procedimento nela descrito. Resta saber se a aceitação desta justificação por parte da CMVM não abrirá caminho para uma diluição da responsabilidade dos órgãos sociais pela avaliação do auditor externo prejudicial para o governo societário.

Recomendação III.1.4 (verificação de aplicação das políticas e sistemas de remunerações)

No que concerne à verificação de aplicação das políticas e sistemas de remunerações pelo auditor externo, algumas Sociedades alegaram que a alteração de procedimentos as havia impedido de adoptar tal recomendação, enquanto outras referiram que a não observância da recomendação se deveu ao facto de as competências elencadas na recomendação se encontrarem atribuídas à comissão de remunerações, o que consideramos que será de aceitar apenas e só caso esteja assegurada a independência dessa comissão (cf. recomendação II.5.2).



4. NOTA FINAL

O Regulamento n.º 1/2010 da CMVM impõe sobre as Sociedades o dever de acolher ou fundamentar a não adopção de um extenso rol de recomendações vertidas no Código de Governo das Sociedades da CMVM (ou noutros códigos a que as Sociedades se tenham escolhido vincular), algumas das quais poderão afigurar-se excessivas ou desadequadas tendo em conta as características de cada Sociedade.

A CMVM demonstrou no Relatório de 2010 alguma compreensão e tolerância pelas idiosincrasias das Sociedades, aceitando como motivos legítimos de não adopção de recomendações elementos como a dimensão ou estrutura accionista das Sociedades ou até os custos de implementação de algumas recomendações. Tal afigura-se razoável, sobretudo face à novidade e onerosidade de algumas das recomendações propostas, podendo no entanto fragmentar e particularizar a aplicação de regras de boas práticas que se desejariam universais.

É contudo expectável que no próximo ano a CMVM venha a exigir das Sociedades uma maior e mais consistente adesão às boas práticas do Código de Governo das Sociedades, intenção que o Relatório de 2010 deixa transparecer, apesar de não mencionar quaisquer iniciativas sancionatórias em caso de não adopção (injustificada) de tais recomendações.⁽⁸⁾

Lisboa, 20 de Agosto de 2012

⁽⁸⁾ Não obstante a natureza contra-ordenacional do incumprimento de disposições regulamentares adoptadas pela CMVM (cf. o *supra* citado [Destaque de 17 de Maio de 2010](#)).