

1. INTRODUÇÃO

Em 27 de Abril de 2010, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (“**CMVM**”) fez a apresentação pública do Relatório de Avaliação do Cumprimento do Código de Governo das Sociedades, relativo ao ano de 2008, (“**Relatório de 2008**”) e das conclusões do Painel Consultivo da CMVM para a Avaliação do Governo Societário referente àquele ano.

O Relatório de 2008 apresenta, para além de um conjunto de informação estatística interessante, um conjunto de decisões e opiniões daquela comissão que cremos relevantes. Por isso, merecem ser realçadas e, na medida do possível e dos nossos conhecimentos, sumariamente analisadas, designadamente, como é aliás mencionado, as matérias relativamente às quais existe uma divergência de avaliação entre entidades emitentes e a CMVM.

Abstemo-nos de fazer qualquer comentário sobre as conclusões do Painel Consultivo, uma vez que analisa, de acordo com determinados critérios, o cumprimento pelos emitentes do Código de Governo das Sociedades, referindo os que adoptaram as melhores práticas.

2. O PRINCÍPIO DO *COMPLY OR EXPLAIN*

Conforme constava do artigo 1º do Regulamento da CMVM nº 1/2007 ⁽¹⁾ e do capítulo 0 do seu anexo, do relatório de governo da sociedade deverá constar de forma discriminada quais as recomendações adoptadas e não adoptadas e, neste caso, as razões para a sua não adopção.

De acordo com o Relatório de 2008, os destinatários primordiais das explicações relativas à adopção de uma ou mais recomendações são os accionistas do emitente, a quem incumbe, nas palavras do seu autor, “*julgar a bondade das opções das sociedades*”.

Segundo a CMVM, o seu papel, enquanto regulador é, neste capítulo, duplo, sendo responsável por verificar se:

- é dada a explicação relativamente à não adopção de uma recomendação ou adopção em termos distintos do recomendado;
- a informação divulgada cumpre os requisitos de qualidade que a lei impõe, de modo a permitir que os accionistas possam entender as razões subjacentes à opção escolhida pela sociedade e possam conhecer inequivocamente a solução alternativa adoptada.

(1) Entretanto revogado pelo Regulamento da CMVM nº 1/2010 (*Governo das Sociedades Cotadas*).



Neste aspecto, julgamos relevante destacar os seguintes critérios utilizados e referidos pela CMVM:

- situações em que os emitentes classificavam como cumprida uma recomendação que não adoptaram ou para cujo incumprimento não deram qualquer explicação, não foram consideradas conformes ao princípio *comply or explain*, pelo que foram tidas como não cumpridas;
- também foram tidas como não cumpridas as situações em que o emitente reconheceu que não cumpriu, sem dar qualquer explicação;
- situações em que os emitentes mencionaram o seu desacordo, sem dar qualquer razão, não foram consideradas como conformes com o referido princípio do *comply or explain*;
- casos em que os emitentes não explicaram as razões que os levaram a não adoptar a recomendação, informando de modo genérico os procedimentos alternativos adoptados, não foram consideradas conformes com aquele princípio, salvo se os emitentes proporcionaram informação suficiente para que os accionistas pudessem perceber a solução alternativa adoptada.

3. RECOMENDAÇÕES

3.1 Introdução

Na apreciação das recomendações, a CMVM dividiu o relatório em duas partes. Uma, relativa às recomendações sobre o funcionamento das assembleias gerais e informação e outra, relativa às recomendações relacionadas com a composição e funcionamento do órgão de administração, política remuneratória e fiscalização da sociedade.

Seguiremos aqui a mesma estrutura, referindo em relação a cada um daqueles temas, as recomendações sobre as quais a CMVM tem uma opinião ou interpretação que é, na nossa opinião, digna de realçar.

3.2 Funcionamento das Assembleias Gerais e Informação

3.2.1 Recomendação uma acção, um voto

A CMVM considerou como cumprida esta recomendação ainda que os estatutos impusessem a detenção de um número mínimo de acções para possuir direito de voto, nos termos permitidos pela alínea a), do número 2 do artigo 384º do Código das Sociedades Comerciais, desde que o critério de proporcionalidade entre acções detidas e direito de voto emitidos referido estivesse cumprido, ou seja, desde que não existisse limitação ao número máximo de votos que pudessem ser contados.

Assim, a CMVM adoptou um critério mais lato na avaliação do cumprimento desta recomendação, dando-a como cumprida no caso de emitentes, vinte no total, que haviam declarado o seu não cumprimento.

Embora se compreenda a flexibilidade adoptada pelo regulador, ficamos com dúvidas sobre a bondade da mesma, pois para os accionistas, destinatários primordiais das recomendações de bom governo das sociedades, poderá ser difícil entendê-lo, tendo, designadamente, em consideração a clareza da recomendação: uma acção, um voto.



3.2.2 Revisão da disposição estatutária que prevê a limitação ao número de votos contados

Em 2008, o incumprimento desta recomendação pelos sete emitentes aos quais a mesma era aplicável (por terem instituídas nos respectivos estatutos tais limitações) foi, segundo a CMVM, generalizado. Não só devido à existência de disposição estatutária que impõe limite à contagem de votos, como ainda *"de acordos parassociais com sentido limitativo, sem que esteja prevista a sua sujeição ao escrutínio da assembleia geral ou exista compromisso de revisão futura dessas limitações"*. Infelizmente não é referida mais informação que nos permita entender o conteúdo desta afirmação.

3.2.3 Quórum constitutivo ou deliberativo superior ao legal

Integrado num conjunto de recomendações que a CMVM apelida de *"relativas a medidas de controlo de sociedades"*, o regulador considerou que a fixação de um quórum constitutivo superior ao fixado por lei é uma situação menos grave do que a fixação de um quórum deliberativo superior ao legal, que, portanto, é classificado como mais grave. ⁽²⁾ Muito embora, note-se, ambas sejam graves.

As explicações dadas pelos emitentes para o não cumprimento desta recomendação quanto ao quórum constitutivo prendem-se, sobretudo, com o que *"consideram ser a protecção dos accionistas"* e a *"necessidade de assegurar a sua representatividade na assembleia geral"* e, quanto ao quórum deliberativo, com a *"especial relevância das decisões para as quais se exige quórum deliberativo agravado"*, a *"necessidade de reunir a vontade inequívoca e largamente maioritária dos accionistas"* ou a *"potencial irreversibilidade destas decisões relevantes"*.

3.2.4 Depósito ou bloqueio de acções

A divergência verificada pelo regulador reside no facto de alguns emitentes terem exigido que a declaração comprovativa do bloqueio das acções fosse recebida até cinco dias antes da data da realização da assembleia, o que, na prática, impede o cumprimento desta recomendação.

⁽²⁾ Recordar-se que, nos termos do Código das Sociedades Comerciais, (a) em primeira convocação não há quórum constitutivo, excepto no caso de alteração do contrato de sociedade, cisão, fusão, transformação ou dissolução ou outros assuntos para os quais a lei exija maioria qualificada sem a especificar, caso em que deverão estar presentes ou representados accionistas que detenham acções correspondentes a, pelo menos, um terço do capital social e (b) as deliberações são aprovadas por maioria dos votos emitidos (não se contando, para o efeito, as abstenções), salvo no caso (i) das deliberações sobre a designação de titulares de órgãos sociais (incluindo revisores oficiais de contas e sociedades de revisores oficiais de contas) situação em que, havendo mais do que uma proposta, fará vencimento a que obter maior número de votos e (ii) das deliberações para as quais a lei exija quórum constitutivo, caso em que deverão ser aprovadas por dois terços dos votos emitidos, salvo se, em segunda convocação, estiverem presente ou representados accionistas detentores de, pelo menos, metade do capital social, cenário em que a deliberação será aprovada se obtiver a maioria dos votos emitidos.



3.2.5 Medidas anti-OPA

A CMVM considerou a recomendação como adoptada no caso de quatro emitentes que a declararam como não cumprida, pois entendeu que a ausência de medidas defensivas preenche o espírito da recomendação.

3.2.6 Medidas destinadas a dificultar a transmissão de acções e a livre apreciação pelos accionistas do desempenho dos órgãos de administração

A inexistência de medidas defensivas justificou ter-se dado como cumprida a recomendação.

3.3 Funcionamento das Assembleias Gerais e Informação

3.3.1 Convocatórias e actas

Como não podia deixar de ser, a CMVM considerou que esta recomendação não é aplicável aos emitentes que não adoptaram o modelo dualista.

3.3.2 Independência das Comissões de Vencimentos

No caso de um emitente em que a fixação das remunerações foi realizada nos termos prescritos pela sua lei pessoal (nem poderia ser de outra forma), a CMVM considerou esta recomendação como não cumprida. Ou seja, *in casu*, o emitente foi penalizado por cumprir a lei, o que nos parece uma contradição. Julgamos que teria sido mais razoável dar a recomendação como não aplicável e explicar a situação, informando assim, devidamente, os accionistas.

3.3.3 Divulgação individualizada das remunerações dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização

A CMVM entendeu que a recomendação foi cumprida no caso de um emitente que não divulgou as remunerações individualizadas dos membros do órgão de administração, tendo somente tornado pública a remuneração recebida pelo respectivo presidente e a remuneração agregada dos demais membros. O regulador justifica esta interpretação argumentando que é uma aproximação razoável à recomendação, pois a diferença mais elevada era a que se verificava entre a remuneração do respectivo presidente e a dos demais membros do órgão executivo.

De acordo com o relatório do emitente em questão, a variação individual máxima daqueles membros (com exclusão do presidente) excedeu em 28 por cento e a mínima ficou aquém em 21 por cento daquela média, a que equivale, portanto, uma diferença relevante entre ambas. Parece-nos que, neste aspecto, a CMVM teve uma interpretação demasiado abrangente e que não corresponde, na nossa opinião, ao espírito e letra da recomendação.



4. NOTA FINAL

Apesar de a obrigação de cumprir as recomendações do Código de Governo das Sociedades ou de explicar a razão para o seu não cumprimento ter natureza regulamentar, o que faz com que o seu não cumprimento tenha natureza contra-ordenacional, a CMVM terá, conforme consta do Relatório de 2008, optado por não tomar qualquer iniciativa sancionatória. Argumenta, para este efeito, que decidiu ter, numa fase inicial, uma acção "*essencialmente pedagógica e de persuasão*", de carácter transitório.

Alguns dos emitentes abrangidos por aquele regulamento poderão estar agradecidos, mas na ausência de uma disposição regulamentar que estabeleça o período transitório agora aplicado pela CMVM, que legitime a decisão de não tomar qualquer iniciativa sancionatória, fica em aberto a partir de quando o regulador começará a penalizar o não cumprimento daquelas obrigações. Em 2010, relativamente aos relatórios respeitantes a 2009?

Lisboa, 17 de Maio de 2010