

1. INTRODUÇÃO

Em 27 de Dezembro 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 2011 (“Relatório de 2011”).

À semelhança dos relatórios publicados pela CMVM relativos aos anos anteriores, o Relatório de 2011 divulga um conjunto de informação estatística de inegável interesse e contém, ainda, 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 2011

À semelhança dos anteriores relatórios, o Relatório de 2011 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⁾ É, no entanto, de salientar que, em virtude da entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 49/2010 de 19 de Maio,⁽³⁾ as recomendações I.2.1 e I.2.2 do Código de Governo das Sociedades relativas ao bloqueio de acções foram consideradas pela CMVM como não aplicáveis a qualquer das Sociedades.

⁽¹⁾ Disponível no [website](#) da CMVM.

⁽²⁾ Remetemos a este propósito para os nossos Destaques de Agosto de 2012 sobre o Relatório Anual da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal relativos aos exercícios de 2009 e 2010, disponíveis em www.csassociados.pt.

⁽³⁾ Diploma que transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2007/36/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Julho, relativa ao exercício de certos direitos dos accionistas de sociedades cotadas e consagrou no ordenamento jurídico interno a admissibilidade de acções de sociedades anónimas sem valor nominal,



O Relatório de 2011 inicia-se com uma análise da estrutura accionista e de controlo e do modelo societário e de governo das Sociedades com acções admitidas à negociação na *Euronext Lisbon*, traçando um panorama do substrato empresarial do mercado de capitais nacional.

Cumprir referir que, de um modo geral, a CMVM registou um aumento do grau médio de cumprimento das recomendações sobre governo societário em relação ao ano transacto, de 74% em 2010 para 89% em 2011. A CMVM explicou este incremento pela decisão de considerar como cumpridas todas as recomendações não adoptadas com justificação. Não fora esta alteração de abordagem, a taxa de cumprimento teria ainda assim aumentado, situando-se nos 77%. Esta tendência positiva registou-se em 42 das sociedades, tendo apenas uma sociedade registado uma redução da taxa média de cumprimento das recomendações.

Para além do mais, o Relatório de 2011 salienta os seguintes aspectos que nos pareceram interessantes destacar:

- a) Até 31 de Dezembro de 2011 foram comunicados acordos parassociais ou outros acordos de accionistas em 11 Sociedades;
- b) Em 38 Sociedades foram identificadas participações sociais detidas pelos respectivos credores (12), pelos respectivos clientes (61), pelos respectivos concorrentes (1) e, finalmente, pelos respectivos fornecedores (11), salientando-se ainda que, neste universo, são os credores e os clientes que detêm as participações mais elevadas o que, no entender da CMVM, “(...) reforça as preocupações subjacentes à existência deste tipo de participações de “parceiros” comerciais atendendo aos potenciais conflitos de interesse (que serão tanto mais relevantes quanto maior for essa participação accionista)”;
- c) A predominância do modelo latino – em 73% das Sociedades analisadas –, muito embora esse valor desça para 50% quando ponderado pela capitalização bolsista e não pelo número de entidades;
- d) Das 44 Sociedades analisadas, 16 referiram ter instituído uma comissão de governo societário.

Relativamente ao cumprimento de regras de *comply or explain*, em 53% das situações de incumprimento, a CMVM aceitou a explicação fornecida como válida, dando a recomendação como cumprida nesses casos.

Também a discordância entre a auto-avaliação das Sociedades e a hetero-avaliação realizada pela CMVM diminuiu consideravelmente, na ordem dos 41,6%. Tal constitui uma inovação face ao relatório do ano transacto, no qual a CMVM contrariou em diversos casos a auto-avaliação das Sociedades por a considerar demasiado optimista.⁽⁴⁾

O presente texto tem precisamente por objecto a análise das justificações apresentadas pelas Sociedades para a não adopção das recomendações que foram consideradas efectivas pela CMVM. Seguiremos aqui a estrutura do Relatório de 2011, referindo em relação a cada uma dessas recomendações, as posições ou opiniões da CMVM, na nossa opinião, dignas de realce.

⁽⁴⁾ 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*.



3. RECOMENDAÇÕES

3.1 FUNCIONAMENTO DAS ASSEMBLEIAS GERAIS E INFORMAÇÃO

Este grupo de recomendações registou um grau de cumprimento por parte das Sociedades de 97%, registando-se uma ligeira descida relativamente ao ano de 2010 (de 1%).

■ Recomendação I.6.1 (medidas com vista a impedir o êxito de OPAs)

Num dos casos analisados no Relatório de 2011, a CMVM não considerou a recomendação como adoptada por existirem na Sociedade em causa medidas de defesa de OPAs e/ou limitação de direitos de voto. A esse respeito, a CMVM esclareceu que para que a recomendação fosse considerada adoptada seria necessário prever a revisão da medida defensiva em causa pela Assembleia Geral da Sociedade, pelo menos de 5 em 5 anos.

■ Recomendação III.1.2 (informação em inglês)

Apesar de as Sociedades em incumprimento desta recomendação terem reputado esta recomendação como cumprida, num dos casos a CMVM refutou a auto-avaliação da Sociedade por não ser possível localizar na versão inglesa do *website* da Sociedade a identidade dos titulares do órgão de fiscalização e a descrição das funções do gabinete de apoio ao investidor.

3.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

No que concerne ao Conselho de Administração, o grau médio de adopção foi de 88% em 2011, ou seja, 16% superior ao registado no ano transacto.

De entre as recomendações que registaram menor acolhimento por parte das Sociedades, a CMVM salientou a Recomendação II.5.1 (comissões especializadas), que registou um grau de acolhimento manifestamente reduzido – na ordem dos 59% - ainda assim superior em 13% em relação ao ano de 2010.

Entre os motivos de qualificação desta recomendação como não adoptada, a CMVM elencou a falta da existência de uma comissão que tenha como objectivo, entre outros, a identificação atempada de potenciais candidatos com o elevado perfil necessário ao desempenho de funções de administrador.

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

Apesar do elevado grau de cumprimento global deste conjunto de recomendações (na ordem dos 90%), a CMVM salientou negativamente a falta de homogeneidade dos respectivos padrões de adopção: 3 sociedades evidenciaram níveis muito baixos de cumprimento e as restantes 23 adoptam integralmente este conjunto de recomendações.

■ Recomendação IV.1.2 (*parecer do órgão de fiscalização sobre negócios com partes relacionadas*)

Foi nesta recomendação que se detectaram acentuadas divergências entre a avaliação da CMVM e a autoavaliação das Sociedades. Designadamente, a CMVM citou o caso de uma Sociedade que indicou competir ao Conselho Fiscal a emissão de parecer prévio, nos termos do regulamento interno de funcionamento desse órgão, não prestando contudo informação sobre a quem cabia a fixação do nível relevante de significância destes negócios e sobre qual o montante estabelecido para determinação do conceito de “nível relevante”, pelo que esta recomendação não foi considerada como adoptada.



- Recomendação II.1.4.1 (comunicação de irregularidades) e II.1.4.2 (divulgação da política de comunicação de irregularidades no relatório sobre o governo das sociedades)
A CMVM refere como exemplo de factor determinante da não adopção da recomendação II.1.4.2 a explicação não efectiva da não adopção da recomendação II.1.4.1, relativa à implementação de uma política de comunicação de irregularidades. No caso em apreço, a Sociedade terá invocado razões para a não institucionalização de uma política formal de comunicação de irregularidades, que, no entanto, não foram aceites pela CMVM.

3.4 REMUNERAÇÕES

- Este grupo de recomendações registou um incremento significativo no cumprimento face ao ano anterior (na ordem dos 22%), com 11 sociedades, cumprindo, pela primeira vez, integralmente todas as recomendações. Assim, o grau médio de adopção passou a ser de 77%, existindo contudo 8 empresas que registaram resultados abaixo do limiar de 50%. Esta foi decisivamente uma das áreas em que a nova abordagem da CMVM (referida em 2 *supra*) permitiu a subida expressiva dos níveis de cumprimento.
- Recomendação II.1.5.1 (remuneração dos administradores)
A recomendação II.1.5.1 foi descrita pela CMVM como sendo aquela onde se detectou o maior número de rejeição pela CMVM de justificações apresentadas pelas Sociedades para a não adopção da recomendação (21 Sociedades), tendo em 17 desses 21 casos as Sociedades considerado a recomendação cumprida (ao contrário do entendimento que a CMVM veio a defender).
A CMVM salientou como preocupante, atento o teor fundamental deste bloco de recomendações, as divergências entre a avaliação das Sociedades e a sua própria avaliação, ainda para mais na sequência da prestação de esclarecimentos às Sociedades nesta matéria e de um esforço consciente de promoção de uma interpretação e leitura das recomendações que se afigurasse propícia ao cumprimento das mesmas.

3.5 AUDITORIA

- As recomendações relativas à auditoria registaram, à semelhança das recomendações relativas à fiscalização e supervisão, um padrão pouco homogéneo de adopção, não obstante o acréscimo de 17% face a 2010. Assim, em 2011, o grau médio de adopção deste bloco de recomendações foi de 84%.
- Recomendação II.4.6 (reporte da auditoria interna e *compliance*) e III.1.5 (prestação de serviços diversos dos serviços de auditoria pelo auditor externo)
Estas duas recomendações foram as que, globalmente, registaram o menor grau de adopção. Ainda que apenas uma Sociedade não tenham dado qualquer explicação para o não cumprimento da recomendação II.4.6, a CMVM não considerou a explicação veiculada pelas Sociedades como válida em 5 casos distribuídos por 4 Sociedades e, todos eles, relativos às recomendações II.4.6 e III.1.5.

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 particulares de cada Sociedade.



No Relatório de 2011, a CMVM adoptou *prima facie* uma postura menos leniente que a demonstrada no Relatório de 2010, equiparando contudo a invocação de motivos legítimos de não adopção de recomendações ao cabal cumprimento das recomendações.

Assim, ainda que o grau de cumprimento das recomendações tenha sofrido um aumento expressivo em 2011 face ao ano de 2010, tal não indica que as Sociedades tenham sofrido uma evolução comparável em termos de implementação de boas práticas de governo societário.

Antecipamos pois que, no próximo ano a CMVM venha a elevar ainda mais o patamar de exigência relativamente às Sociedades, no sentido de corrigir alguma falta de homogeneidade e consistência na adesão às boas práticas do Código de Governo das Sociedades. Contudo, e à semelhança do Relatório de 2010, a CMVM furtou-se, no Relatório de 2011, a mencionar quaisquer iniciativas sancionatórias em caso de não adopção (injustificada) de tais recomendações.⁽⁵⁾

Lisboa, 16 de Maio de 2013

⁽⁵⁾ 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](#)).