



CATÓLICA
LISBON
BUSINESS & ECONOMICS

GOVERNO DAS SOCIEDADES EM PORTUGAL

RELATÓRIO
CATÓLICA LISBON/AEM

Com o apoio:



GOVERNO DAS SOCIEDADES EM PORTUGAL - 2014

Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações Índice e Rating de Governo Societário

Dados Relativos ao ano de 2013

Com o apoio da



Índice

1. INTRODUÇÃO	1
2. ENQUADRAMENTO E OBJECTO DO RELATÓRIO	3
3. O ÍNDICE E O RATING DE GOVERNO SOCIETÁRIO CATÓLICA LISBON/AEM	6
3.1 Fundamento e Objectivo	6
3.2 Método de Construção do Índice	9
3.3 Método de Atribuição do Rating de Governo Societário	12
3.4. Comparabilidade dos Resultados	12
4. ANÁLISE DO GRAU DE ACOLHIMENTO DE RECOMENDAÇÕES SOBRE O GOVERNO DAS SOCIEDADES EM PORTUGAL EM 2013	13
4.1 Recomendações Sobre Votação e Controlo da Sociedade	20
4.2 Recomendações Respeitantes à Supervisão, Administração e Fiscalização	20
4.2.1 Supervisão e Administração	20
4.2.2 Fiscalização	25
4.2.3 Fixação de Remunerações	28
4.3 Remunerações	30
4.4 Auditoria	33
4.5 Informação	36
4.4 Alguns Comentários Finais	37

5. APURAMENTO DO ÍNDICE E DO RATING DE GOVERNO SOCIETÁRIO CATÓLICA LISBON/AEM EM 2013	39
--	-----------

5.1 O Índice de Governo Societário Católica Lisbon /AEM	39
--	-----------

5.2 O Rating de Governo Societário Católica Lisbon/AEM	43
---	-----------

6. RELAÇÕES ENTRE O ÍNDICE DE GOVERNO SOCIETÁRIO E AS CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS	45
---	-----------

6.1 Características das Empresas	45
---	-----------

6.2 Resultados Económétricos	48
-------------------------------------	-----------

7. CONCLUSÕES FINAIS	50
-----------------------------	-----------

ANEXO A: Lista das Sociedades Incluídas no Relatório

ANEXO B: Resultados da Estimação Econométrica

BIBLIOGRAFIA RELEVANTE

1. Introdução

O presente Relatório foi realizado, pelo quarto ano consecutivo, pela Universidade Católica Portuguesa, a pedido da AEM – Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado, tendo sido conduzido no âmbito do CEA – Centro de Estudos Aplicados da CATÓLICA-LISBON School of Business & Economics.

O Relatório contou com uma equipa interdisciplinar, envolvendo as Faculdades de Direito e de Ciências Económicas e Empresariais, com larga experiência, quer académica quer prática, na área de *corporate governance*, sendo oriunda dos ramos do Direito e da Gestão de Empresas, bem como das disciplinas de Econometria e de Estatística.

Os coordenadores do Relatório foram os seguintes Professores das duas referidas Faculdades da Universidade Católica:

Miguel Athayde Marques

Paulo Câmara, e

Leonor Modesto

juntamente com uma equipa, composta pelos seguintes elementos:

Patrícia Cruz, Sofia Thibaut Trocado, Francisco Mendes Correia, Francisco Boavida Salavessa, Joana Pinto Monteiro e Nuno Saldanha Abecasis.

O Relatório, para além da sua formulação conceptual, envolveu um trabalho de recolha de dados relativo às práticas de governação seguidas pelas empresas com acções cotadas no mercado regulamentado português (designado como mercado Euronext Lisbon).

A sua base empírica residiu na análise e registo detalhados da observância das recomendações do Código de Governo das Sociedades (na sua versão de 2013), elaborado pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, por parte das empresas cotadas, de acordo com o reflectido nos seus Relatórios de Governo Societário, referentes ao exercício de 2013, o último publicado.

Conforme a análise efectuada nos relatórios de *corporate governance* das sociedades de 2010, 2011 e 2012, o ponto de observação e análise adoptado pelo presente estudo é o do investidor médio no mercado de capitais, o qual normalmente apenas tem acesso à informação disponibilizada publicamente através do Relatório de *Corporate Governance* de cada sociedade emitente.

Acresce que uma parte muito significativa do investimento realizado na bolsa portuguesa é hoje em dia proveniente do estrangeiro (nos últimos anos, a liquidez gerada no mercado Euronext Lisbon proveniente de fora de Portugal tem sido superior a 50% do total, tendo mesmo atingido cerca de 70% em 2013). Assim, naturalmente, os investidores terão hoje uma clara propensão a julgar o nível de acolhimento das recomendações sobre o governo das sociedades à luz dos *benchmarks* internacionais, com que estão familiarizados.

Por esse motivo, o estudo adoptou uma metodologia em que o grau de observância das recomendações de governo das sociedades é avaliado segundo uma ponderação maior para as recomendações mais relevantes, em termos de *benchmarks* internacionais,

conjugada com uma menor ponderação das recomendações com pouco ou nenhum significado no plano internacional.

Como resultado, este estudo mantém a sua originalidade relativamente a qualquer outro indicador de observância existente para o mercado de capitais português, na medida em que:

- se baseia apenas na informação a que qualquer investidor tem acesso;
- avalia o grau de acolhimento das recomendações do código de governação aplicado em Portugal, em função de uma ponderação derivada dos *benchmarks* internacionais.

A contribuição do Relatório assenta ainda na utilização de dois indicadores, construídos de forma pioneira na primeira edição deste estudo, e mantidos nas edições subsequentes, que sintetizam o nível de acolhimento das recomendações sobre o governo das sociedades em Portugal, permitindo a avaliação colectiva das empresas cotadas no mercado português, bem como a determinação da posição relativa das sociedades face a classes diferenciadas de nível de acolhimento.

Concretamente, esses indicadores assumem a forma de um Índice e de um Rating de governo societário, que, com base nas práticas reportadas nos relatórios de *corporate governance* de 2013, e pelo quarto ano consecutivo, constituem um elemento de referência a partir do qual é possível determinar a evolução que as empresas portuguesas vêm realizando neste domínio e irão realizar no futuro.

Todavia, a comparação dos resultados desta quarta edição do estudo com os dados extraídos dos relatórios de *corporate governance* de 2010, 2011 e 2012 surge prejudicada pela circunstância de os relatórios antecede-

ntes tomarem por base a versão de 2010 do Código de Governo das Sociedades da CMVM, ao passo que o presente documento tem como referência a versão de 2013 do Código de Governo das Sociedades da CMVM, que apresenta alterações significativas em relação à versão antecedente.

2. Enquadramento e Objecto do Relatório

Em Portugal, as sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado estão sujeitas ao dever de informar anualmente sobre o grau de acolhimento do Código de Governo das Sociedades – que consiste num conjunto de recomendações elaboradas pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), ao abrigo do artigo 245.º-A do Código dos Valores Mobiliários e do Regulamento da CMVM n.º 4/2013.

Neste contexto, a pedido da AEM – Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado (AEM), a Universidade Católica Portuguesa (UCP) realizou, pelo quarto ano consecutivo, um estudo independente e inovador sobre o grau de observância das recomendações vigentes relativas ao governo das sociedades emitentes em Portugal, do qual resultou a elaboração do presente relatório, que se intitula “Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações Sobre o Governo das Sociedades em Portugal e Apuramento do Índice e *Rating* de Governo Societário Católica Lisbon/AEM” (doravante “Relatório”).

O objecto deste Relatório é múltiplo.

De um lado, procura recensar o grau de observância das recomendações por parte das sociedades cotadas, de acordo com o reflectido nos relatórios de governo das mesmas referentes ao exercício de 2013.

De outro lado, visa construir e apresentar um índice de observância de recomendações de governo das sociedades (doravante designado abreviadamente como “Índice Católica Lisbon/AEM”), com uma ponderação entre as diversas recomendações medida em função da sua efectiva relevância.

Além disso, é estruturada uma notação de *rating* societário, para avaliação do grau de acolhimento do Código de Governo Societário (doravante designado como “Rating Católica Lisbon/AEM”).

Por fim, propõe-se analisar os dados recolhidos em termos estatísticos, confrontando-os com diversas variáveis que permitam explicar os factores susceptíveis de induzir um maior acolhimento das recomendações de bom governo societário.

O universo das sociedades objecto do presente Relatório compreende um total de 41 empresas emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, até 31 de Dezembro de 2013.

A lista completa das empresas analisadas consta do ANEXO A.

Acresce que foram somente tidas em conta sociedades de direito português, à excepção da EDP Renováveis, S.A. que, apesar de ser uma sociedade de direito espanhol, se encontra cotada no mercado regulamentado português e se sujeita às recomendações da CMVM.

Além disso, ficaram excluídas do presente Relatório duas sociedades que desde a data de encerramento do exercício de 2013 até à data presente sofreram alterações profundas no seu modelo empresarial, dos activos detidos e da respectiva estrutura de governação: o Banco Espírito Santo, S.A. e a Portugal Telecom SGPS, S.A.. As alterações entretanto verificadas nestas sociedades implicam uma descontinuidade e uma falta de comparabilidade absolutas com os dados antecedentes e até com a informação divulgada no relatório

de governo societário em 2014, reportada ao exercício terminado no final de 2013.

Salienta-se, ainda, como último critério de selecção das sociedades a analisar, que ficaram fora do âmbito do presente Relatório aquelas cujo exercício não corresponde ao ano civil.

Como referido no capítulo de Introdução, o Relatório toma como prisma de análise a perspectiva dos investidores no mercado de capitais.

Assim, à semelhança do exercício desenvolvido nos anos anteriores, o estudo cingiu-se à análise pormenorizada da informação divulgada publicamente e contida exclusivamente nos relatórios anuais de *corporate governance* elaborados pelas referidas sociedades, não tendo havido qualquer contacto directo ou indirecto com as mesmas.

As razões para manter tal perspectiva e continuidade de método prendem-se, por um lado, com o propósito de assegurar a equidade e o tratamento igual entre emittentes, e, por outro, com a consistência, o que confere a possibilidade de comparar dados históricos.

Outra opção metodológica a esclarecer respeita à interpretação das recomendações constantes do Código de Governo das Sociedades.

Aqui, o Relatório obedece a uma leitura interpretativa estrita dos enunciados recomendatórios, abstendo-se de qualquer interpretação correctiva dos mesmos.

De outro modo dito, não cabe a este Relatório a elaboração *ad hoc*, por exemplo, de novos critérios quanto ao conceito de independência dos membros dos órgãos sociais, estando vinculado ao critério imposto pelo regulador na concretização aplicativa do Código do Governo das Sociedades.

Refira-se, todavia, que quanto à recomendação II.3.3., que adita requisitos à declaração anual sobre política remuneratória, entendeu-se que a mesma apenas entra em vigor no dia 1 de Janeiro de 2014, para obviar a uma eficácia retroactiva da mesma, não podendo como tal ser valorada neste exercício.

Presidiu à avaliação do acolhimento ou não acolhimento das recomendações da CMVM, por parte das sociedades-alvo, o respeito pela regra de *comply or explain* e, nessa medida, foi atentamente examinada a explicação (“*explain*”) prestada pela sociedade em relação a cada uma das recomendações.

As declarações que, embora expressando um não acolhimento das recomendações em causa, apresentaram explicitamente soluções alternativas e devidamente justificadas, que podem ser consideradas como funcionalmente equivalentes ao objectivo implícito a cada uma das recomendações, foram tidas como acolhidas.

No entanto, a explicação prestada apenas pode conduzir a um resultado equivalente ao acolhimento se os objectivos da indicação recomendatória se revelarem materialmente satisfeitos.

Na análise efectuada, a cada explicação, são ponderados, nomeadamente, os seguintes factores:

O Relatório finaliza com conclusões (capítulo 7).

- i) as singularidades do contexto invocadas pela sociedade;
- ii) a natureza e robustez do fundamento directamente apresentado pela sociedade para o não acolhimento;
- iii) o carácter transitório ou permanente do não acolhimento; e
- iv) as medidas adoptadas para se assumirem como alternativas ao acolhimento ou para mitigarem o efeito do não acolhimento.

Estes critérios, embora já aplicados desde 2011, são congruentes com os constantes da Recomendação da Comissão Europeia de 2014 sobre esta matéria (Recommendation on the quality of corporate governance reporting ('comply or explain')).

Para dar cumprimento aos objectivos expostos, o presente Relatório encontra-se estruturado de modo a facultar preliminarmente uma indicação detalhada sobre o fundamento, o objectivo e o método do Índice e do *Rating* de Governo Societário Católica Lisbon/AEM (capítulo 3).

Subsequentemente, são apresentados os dados sobre o grau de acolhimento das recomendações sobre o governo das sociedades em Portugal por referência ao ano de 2013 (capítulo 4), após o que se procede ao apuramento do Índice e do *Rating* Católica Lisbon/AEM (capítulo 5).

Em seguida (capítulo 6), documentam-se as relações entre o Índice de governo societário e as diversas características das sociedades analisadas.

3. O Índice e o Rating de Governo Societário Católica Lisbon/AEM

3.1. Fundamento e Objectivo

Na Europa, os códigos recomendatórios de bom governo societário constituem a base de relatórios anuais sobre governação de sociedades emitentes de acções negociadas em mercados regulamentados.

Tal é uma decorrência da Directiva 2006/46/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006.

Portugal não constitui uma excepção a este quadro. Entre nós, as sociedades cotadas devem elaborar anualmente um relatório com uma descrição da sua estrutura governativa.

Este relatório toma como referência o Código de Governo das Sociedades aprovado pela CMVM, ao abrigo do artigo 245.º-A do Código dos Valores Mobiliários e complementado através do Regulamento da CMVM n.º 4/2013.

Deve notar-se que em 2013 registaram-se factos importantes no contexto nacional sobre governo societário.

A um tempo, em Janeiro de 2013 foi pela primeira vez aprovado um código de governo societário de iniciativa privada: o Código de *Corporate Governance* do Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG).

Este texto, por seu turno, foi reformulado em 2014. No entanto, apenas quanto ao exercício de 2014 as sociedades serão chamadas a decidir entre a adopção do código do IPCG ou a adopção do Código de Governo das Sociedades da CMVM.

A outro tempo, a CMVM aprovou a revisão do seu Código de Governo das Sociedades e do Regulamento n.º 4/2013 que o complementa. Assim, baseia-se o presente estudo na versão do Código de Governo das Sociedades de 2013, em vigor à data do exercício económico tido aqui como referência temporal.

Neste contexto, é por referência ao Código de Governo das Sociedades da CMVM de 2013 que as sociedades cotadas devem informar sobre o grau de acolhimento das recomendações nele contidas (“comply”) e, bem assim, devem informar sobre o fundamento do não acolhimento das recomendações por si não observadas (“explain”).

Este modelo de informação (“comply or explain”), de raiz britânica, é hoje imposto em termos europeus, e, conforme se referiu, apresenta-se como um mecanismo que alia a prestação de informação obrigatória sobre a caracterização do governo societário de cada empresa a uma componente flexibilizadora quanto às escolhas que cada uma pode adoptar a esse respeito.

Em Portugal, a autoridade de supervisão (a CMVM) tem assumido a tarefa de fiscalizar o conteúdo dos relatórios de governação.

Porém, este ano, foi anunciado por esta autoridade de supervisão que a CMVM deixará de realizar “a avaliação pública da qualidade do governo dos emitentes individualmente considerados, incluindo a apreciação sobre o cumprimento de recomendações ou sobre o

carácter efectivo das explicações dadas em caso de não cumprimento.”

Como referiu a mesma autoridade: “A actividade da CMVM no domínio do governo societário passará, deste modo, a centrar-se nas suas responsabilidades de supervisão do cumprimento das obrigações legais e regulamentares dos emitentes, deixando a soluções de autorregulação a tarefa de avaliação pública da qualidade do governo de cada sociedade que pode, nesse âmbito, ser conduzida com total liberdade de apreciação”.

Nestes termos, procura-se através do presente relatório, em primeiro lugar, facultar uma avaliação privada e independente sobre o grau de acolhimento do Código do Governo das Sociedades.

Este objectivo funda-se na premissa, acabada de enunciar, de que a fiscalização dos relatórios de governação pode ser realizada por entidades privadas, tanto segundo o Direito nacional como segundo o Direito europeu.

Frise-se, neste contexto, que a vocação eminentemente privada da fiscalização do governo das sociedades encontra expressão legislativa no facto de competir ao órgão de fiscalização de cada sociedade cotada verificar a completude da informação contida no relatório anual de governação societária (cfr. Artigo 420.º, n.º 5 e 451.º, n.º 4, do CSC).

Além disso, a fiscalização privada apresenta vantagens, quando comparada com o exercício de verificação da observância realizado por autoridades de supervisão, podendo evitar, por exemplo, a indistinção entre *governance* e *compliance*, que tende a existir na fiscalização pública.

Neste sentido pode confrontar-se, igualmente, a European Company Law Experts'

Response to the European Commission's Green Paper 'The EU Corporate Governance Framework' (Julho 2011, pg. 23).

Como atrás se referiu, o presente Relatório foi elaborado a pedido da AEM, também, em resposta ao enquadramento acabado de descrever.

Por essa razão, outro objectivo do presente estudo é o de apurar se a densidade recomendatória actualmente existente em Portugal tem correspondência noutras jurisdições de referência e se as sociedades objecto do presente estudo acolhem em maior ou menor grau as recomendações com relevância nas outras jurisdições seleccionadas.

Naturalmente, as ponderações sobre o relevo das recomendações não são aleatórias nem discricionárias. Resultam, isso sim, da aplicação de um critério de correspondência com textos normativos de referência internacionais, segundo o método que abaixo se descreve com maior pormenor.

Outro importante objectivo do presente Relatório é o de proporcionar uma avaliação pontual e atempada do grau de acolhimento das recomendações de governo societário nacionais, por forma a evitar uma descontinuidade temporal entre a divulgação dos relatórios de *corporate governance* por parte das sociedades e a sua análise à luz do disposto no Código do Governo das Sociedades vigente.

Ao exposto soma-se a ausência, sentida em Portugal, de um índice que sintetize o grau de observância das recomendações de governo das sociedades, com uma ponderação maior das recomendações mais relevantes, conjugada com uma menor, ou nula, ponderação das recomendações com significado menor no plano dos *benchmarks* internacionais e das priori

dades da comunidade alargada de investidores.

Este quadro confere pertinência e oportunidade à continuada elaboração de um levantamento efectuado com proximidade temporal em relação à data em que os relatórios são divulgados, de modo a ampliar as funções informativas e conformadoras que estes estudos proporcionam.

3.2. Método de Construção do Índice

O método de construção do Índice resulta, tal como já referido, de uma análise de diversos *benchmarks* internacionais.

Para o efeito, foram utilizados os seguintes textos internacionais em matéria de governo das sociedades.

- (i) As recomendações e regras decorrentes do Direito europeu;
- (ii) Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades;
- (iii) O Código de Corporate Governance do Reino Unido (UK Corporate Governance Code).

Expõem-se de seguida os motivos que justificaram a selecção destes diplomas como indicadores de relevância das recomendações de governo societário.

As recomendações e regras decorrentes do Direito europeu foram tidas em conta por serem uma referência necessária ao Direito nacional.

O relevo dos Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades (datados de 1999 e revistos em 2004) advém do facto de serem os únicos princípios sobre governo das sociedades com vocação mundial.

Por último, o Código de Corporate Governance do Reino Unido (designadamente a versão de 2012) foi considerado por ser o código de governo societário pioneiro em termos mundiais e incontestavelmente o mais influente.

Após a identificação dos *benchmarks* acima mencionados, verificou-se a adequação do nível de densidade recomendatória do código nacional.

Procedeu-se, assim, a uma avaliação do grau de correspondência do conteúdo do normativo português com os referidos *benchmarks* internacionais.

A análise efectuada revelou que a maioria das recomendações tem reflexo em textos internacionais, embora algumas delas não apresentem qualquer correspondência.

Nessa medida, foi levada a cabo uma ponderação das recomendações nacionais e de cada sub-recomendação que as recomendações múltiplas incluem, uma vez que se tornou evidente que nem todas têm um relevo homogéneo entre si.

O Índice Católica Lisbon/AEM parte de uma ponderação de cada recomendação ou sub-recomendação, segundo a sua maior ou menor afinidade com os *benchmarks* internacionais, tal como melhor explicitado de seguida:

- às recomendações ou sub-recomendações com correspondência em todos os *benchmarks* internacionais seleccionados reconheceu-se relevo máximo;
- às recomendações ou sub-recomendações com correspondência em dois dos *benchmarks* internacionais seleccionados foi atribuído relevo médio;

- às recomendações ou sub-recomendações com correspondência em apenas um dos *benchmarks* internacionais seleccionados concedeu-se relevo mínimo;

- às recomendações ou sub-recomendações sem correspondência nos *benchmarks* internacionais seleccionados foi dado relevo nulo.

Frise-se que o conceito de correspondência entre recomendações ou sub-recomendações aqui utilizado não obriga a uma total identidade de formulações recomendatórias, mas implica uma equivalência dos elementos essenciais das recomendações em comparação.

No cômputo do universo de recomendações e sub-recomendações consideradas, no total de 70, resulta da análise comparativa efectuada que existem 20 com relevo nulo, 30 com relevo mínimo, 19 com relevo médio e 1 com relevo máximo.

Reitera-se que o número elevado de recomendações ou sub-recomendações sem correspondência internacional constitui, já por si, um dado revelador e preocupante, na medida em que indicia um fenómeno de excessivo *goldplating* recomendatório – ou seja, de adição de um número importante de recomendações domésticas, sem paralelo em sistemas jurídicos internacionais.

Apesar de tudo, é revelador, a este propósito – em implícito reconhecimento da justeza desta observação, já reiterada em anos anteriores –, que na versão actual do documento recomendatório a CMVM tenha reduzido o número de recomendações constantes do seu Código de Governo das Sociedades.

Como resulta da exposição antecedente, o presente Relatório preocupou-se ainda em aplicar um critério analítico quanto ao grau de acolhimento das recomendações sobre governação societária.

Importa, assim, salientar que, no caso específico das recomendações múltiplas, foi feita uma ponderação para cada uma das sub-recomendações contidas na mesma.

Por seu turno, e por forma a imprimir uma maior granularidade ao estudo, a presente edição procedeu a uma análise de forma desagregada das recomendações múltiplas, permitindo, assim, um aprimoramento e afinamento de análise do grau de observância das recomendações constantes do Código de Governo das Sociedades.

Foi ainda tida em consideração a novidade constante do Regulamento da CMVM n.º 4/2013, segundo a qual o cumprimento parcial das recomendações deveria igualmente ser valorado.

Este aperfeiçoamento metodológico confere ao presente estudo uma melhor tradução das práticas de governação efectivamente seguidas pelas empresas.

Saliente-se que o presente Relatório não toma como objecto de análise o cumprimento de regras jurídicas de cumprimento obrigatório, mas antes versa sobre o acolhimento de recomendações.

Importa, assim, deixar claro que é facultativo o acolhimento destas recomendações e que é inteiramente lícita a decisão societária de não acolhimento de algumas recomendações contidas no Código de Governo das Sociedades.

Por esse motivo, procurou-se recuperar, na sua essência e verdade, o respeito pela regra de acolhimento ou explicação – *comply or explain*.

E nessa medida, foram, no presente estudo, objecto de valoração equivalente a um acolhimento (*comply*) as declarações que, embora expressando um não acolhimento das recomendações em causa, apresentaram explicitamente soluções alternativas e devidamente justificadas que podem ser consideradas como funcionalmente equivalentes ao objectivo implícito a cada uma das ditas recomendações.

A referência da CMVM ao cumprimento parcial, somada à prática que temos seguido, obrigam-nos a um esforço de decomposição analítica das recomendações múltiplas constantes da versão actual do Código de *Corporate Governance* da CMVM.

Essa decomposição foi realizada de acordo com os seguintes critérios:

1. Foram desdobradas as sub-recomendações que sejam independentes entre si.
2. Não foram desdobradas as sub-recomendações:
 - Que encerrem uma cláusula geral com um esclarecimento;
 - Em que haja uma dependência lógica entre uma e a outra sub-recomendação.
3. Quando as sub-recomendações não forem desdobráveis, porque existe uma dependência lógica entre elas, de acordo com o ponto 2., assumir-se-á que têm um peso idêntico entre si. Assim, estas sub-recomendações foram valoradas com uma frac-

ção da ponderação total que é atribuída à recomendação de que fazem parte.

O método de construção do Índice escolhido para este estudo comporta um elevado pendor analítico do grau de acolhimento das recomendações. Assim, ele permite identificar quais as sociedades que acolhem em maior número as recomendações de governo societário mais relevantes internacionalmente.

Refira-se, por último, que o Índice não é apresentado sob a forma de percentagem, para uma correspondência mais fiel com a lógica do *comply or explain*. Acresce que uma expressão percentual do Índice estaria mais próxima da lógica de aferição mecânica de *compliance* e de *box-ticking*, que aqui deliberadamente se procurou evitar.

3.3. Método de Atribuição do Rating de Governo Societário

A complementar a apresentação do Índice Católica Lisbon/AEM, o mesmo método de raiz foi ainda utilizado para a construção de uma matriz de *rating* de *corporate governance*, reconduzindo-se esse *rating* à classe estatística a que pertence cada sociedade, em função do seu grau de acolhimento das recomendações.

À semelhança do que sucede com os resultados individuais das sociedades, a avaliação individual do *rating* de governo societário não é objecto de divulgação pela AEM – sendo apenas por esta comunicada aos seus associados individualmente.

3.4. Comparabilidade dos Resultados

O método utilizado na elaboração da quarta edição do presente estudo manteve-se inalterado relativamente ao da edição anterior, permitindo, assim, uma comparabilidade entre os resultados obtidos, com o fito de, progressivamente, poder enriquecer os resultados da análise com a extracção de dados adicionais, como por exemplo registando evoluções, tendências e outras dinâmicas.

É usual advertir que as observações empíricas plurianuais sobre o grau de adesão de recomendações de governo das sociedades

sofrem variações ao longo do tempo, as quais decorrem de alterações normativas frequentes que se registam no tema da governação.

No caso do presente relatório, verificaram-se precisamente alterações no Código de Governo das Sociedades da CMVM que prejudicam uma directa comparação com os resultados do ano anterior.

4. Análise do Grau de Acolhimento de Recomendações Sobre o Governo das Sociedades em Portugal em 2013

Neste capítulo, analisa-se, para cada uma das recomendações mais relevantes sobre o governo das sociedades em Portugal, o respectivo grau de acolhimento pelas empresas cotadas em bolsa (Euronext Lisbon) em 31 de Dezembro de 2013.

Para este efeito, consideraram-se como mais relevantes as recomendações com relevo máximo e relevo médio (*vide* capítulo 2).

Tal como referido anteriormente (*vide* capítulo 2), foram somente tidas em conta sociedades de direito português (à excepção da EDP Renováveis) que se encontram cotadas no mercado regulamentado português, definido como mercado Euronext Lisbon, gerido pela Euronext Lisbon, Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A., e, portanto, sujeitas às recomendações da CMVM.

Para cada uma das recomendações consideradas, analisou-se ainda o grau de acolhimento entre as empresas que integram o índice PSI 20 e as empresas que não entram neste índice.

Os resultados obtidos encontram-se na Tabela 4.1.

Podemos constatar que o grau de acolhimento das recomendações mais relevantes do código de governo societário pelas empresas portuguesas cotadas em 2013 foi elevado.

Concluimos também que, em geral, este acolhimento é superior entre as empresas que compõem o PSI 20.

Note-se que embora o cômputo de recomendações contidas no Código de Governo das Sociedades da CMVM seja de 40, o presente estudo toma por referência 70 sub-recomendações, por existirem recomendações com conteúdo múltiplo.

Passa-se, de seguida, à análise dos resultados obtidos para cada uma das recomendações mais relevantes e em vigor.

Em causa estão 20 recomendações, com relevo médio e máximo, segundo a classificação atrás exposta, que se desdobram em 37 sub-recomendações abaixo analisadas.

Ainda que em 2013 a CMVM tenha introduzido um código novo, muitas recomendações deste código encontram correspondência no código anteriormente em vigor.

Por isso, sempre que seja possível, far-se-ão comparações entre o grau de acolhimento de cada recomendação em 2013 e o registado em 2012.

Tabela 4.1

Percentagem de acolhimento das recomendações de governo societário em 2013

Página 1

				Percentagem de empresas com acolhimento		
Recomendações				Todas as Empresas	PSI20	Restantes Empresas
Votação e Controlo da Sociedade	I.5	Proibição de mecanismos anti takeover		100%	100%	100%
Supervisão e Administração	II.1.2					
		(i)	Matérias Indelegáveis: Estratégia e política geral	92,5%	93,8%	91,7%
		(ii)	Matérias Indelegáveis : Estrutura empresarial do grupo	95%	87,5%	100%
		(iii)	Matérias Indelegáveis : decisões estratégicas	92,5%	81,3%	100%
	II.1.4.a					
		(i)	Criação de comissão que avalie os administradores executivos individualmente	70,7%	64,7%	75%
		(ii)	Criação de comissão que avalie o desempenho global dos administradores executivos	70,7%	64,7%	75%
		(iii)	Criação de comissão que avalie outras comissões existentes	72,5%	64,7%	78,3%
		(iv)	Independência da comissão criada	63,2%	71,4%	58,3%

Tabela 4.1

Percentagem de acolhimento das recomendações de governo societário em 2013

Página 2

				Percentagem de empresas com acolhimento		
Recomendações				Todas as Empresas	PSI20	Restantes Empresas
Supervisão e Administração	II.1.6		Membros não executivos no Conselho de Administração para supervisionar	87,5%	100%	79,2%
	II.1.7		Independentes como administradores não executivos	59%	70,6%	50%
	II.1.8		Prestação de informações pelos administradores executivos aos órgãos sociais	97,6%	100%	95,8%
Fiscalização	II.2.1		Independência do Conselho Fiscal, da Comissão de Auditoria ou da Comissão para as Matérias Financeiras	92,7%	88,2%	95,8%
	II.2.2					
		(i)	Órgão de fiscalização como interlocutor principal do auditor externo	92,7%	100%	87,5%
		(ii)	Órgão de fiscalização deve propor remuneração do auditor externo	85,4%	94,1%	79,2%
		(iii)	Órgão de fiscalização a zelar para condições adequadas na prestação de serviços	90,2%	94,1%	87,5%
	II.2.3		Avaliação anual do auditor externo pelo órgão de fiscalização	97,6%	100%	95,8%

Tabela 4.1

Percentagem de acolhimento das recomendações de governo societário em 2013

Página 3

				Percentagem de empresas com acolhimento		
Recomendações				Todas as Empresas	PSI20	Restantes Empresas
Fiscalização	II.2.4					
		(i)	Avaliação dos sistemas de controlo interno pelo órgão de fiscalização	95,1%	100%	91,7%
		(ii)	Proposta de ajustamentos ao sistema de controlo interno pelo órgão de fiscalização	95,1%	100%	91,7%
	II.2.5					
		(i)	A Comissão de Auditoria, o Conselho Geral e de Supervisão e o Conselho Fiscal pronunciam-se sobre auditoria interna	79,5%	81,3%	78,3%
		(ii)	A Comissão de Auditoria, o Conselho Geral e de Supervisão e o Conselho Fiscal pronunciam-se sobre compliance	79,5%	81,3%	78,3%
		(iii)	A Comissão de Auditoria, o Conselho Geral e de Supervisão e o Conselho Fiscal como destinatários dos relatórios sobre conflito de interesse	79,5%	81,3%	78,3%

Tabela 4.1

Percentagem de acolhimento das recomendações de governo societário em 2013

Página 4

				Percentagem de empresas com acolhimento		
Recomendações				Todas as Empresas	PSI20	Restantes Empresas
Fixação de Remunerações	II.3.1					
		(i)	Independência dos membros Comissão de Remunerações	70%	68,8%	70,8%
		(ii)	Inclusão de pelo menos um membro da Comissão de Remunerações com conhecimentos e experiência em política de remuneração	92,7%	100%	87,5%
	II.3.4					
		(i)	Votação pela Assembleia Geral de proposta relativa a planos de acções	100%	100%	100%
Remunerações	III.2					
		(i)	Remuneração dos administradores não executivos não depende do desempenho	92,1%	93,8%	90,9%
		(ii)	Remuneração dos membros do órgão de fiscalização não depende do desempenho	97,6%	100%	95,8%

Tabela 4.1

Percentagem de acolhimento das recomendações de governo societário em 2013

Página 5

				Percentagem de empresas com acolhimento		
Recomendações				Todas as Empresas	PSI20	Restantes Empresas
Remunerações	III.3					
		(i)	Componente variável da remuneração razoável	76,3%	93,8%	63,6%
		(ii)	Componente variável da remuneração com limite máximo	52,6%	87,5%	27,3%
	III.4					
		(i)	Parte da remuneração variável é diferida pelo menos 3 anos	37,8%	60%	22,7%
		(ii)	Pagamento da remuneração variável apenas realizado se o desempenho for positivo	56,8%	73,3%	45,5%
	III.6		Inaliabilidade das acções adquiridas em esquemas de remuneração variável	90%	100%	80%
Auditoria	IV.1					
		(i)	Auditor externo verifica aplicação das políticas de remunerações	82,9%	88,2%	79,2%
		(ii)	Auditor externo verifica eficácia do sistema de controlo interno	85,4%	88,2%	83,3%

Tabela 4.1

Percentagem de acolhimento das recomendações de governo societário em 2013

Página 6

				Percentagem de empresas com acolhimento		
Recomendações				Todas as Empresas	PSI20	Restantes Empresas
Auditoria	(iii) Auditor externo reporta deficiências ao órgão de fiscalização			87,8%	88,2%	87,5%
	IV.2					
	(i) Outros serviços contratados ao auditor externo são aprovados pelo órgão de fiscalização			90,2%	88,2%	91,7%
		(ii)	Outros serviços contratados ao auditor externo com peso não superior a 30%	95%	100%	91,3%
Informação	VI.2					
		(ii)	Gabinete apoio ao investidor : resposta pronta	97,6%	100%	95,8%

Legenda das páginas seguintes

as percentagens a cinzento, quando disponíveis, referem-se ao grau de acolhimento homólogo registado no ano anterior

100% 100%

a percentagem da esquerda refere-se sempre ao grau de acolhimento pelas empresas do PSI 20

100% 100%

a percentagem da direita refere-se sempre ao grau de acolhimento pela totalidade das empresas cotadas

4.1. Recomendações Sobre Votação e Controlo da Sociedade

Proibição de Mecanismos Anti Takeover (I.5)

No que diz respeito à única recomendação sobre votação e controlo das sociedades que faz parte do conjunto das recomendações mais relevante vemos que a totalidade das empresas cotadas acolhe a recomendação que proíbe a existência de mecanismos anti takeover. Já em 2012, o valor correspondente era o mesmo, 100%, tanto para as empresas do PSI como para as restantes.

100% 100%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre votação e controlo das sociedades.

100% 100%

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre votação e controlo das sociedades.

4.2. Recomendações respeitantes à Supervisão Administração e Fiscalização

4.2.1 Supervisão e Administração

Matérias Indelegáveis: Estratégia e Política Geral (II.1.2.i)

A recomendação que proíbe que o Conselho de Administração delegue a definição da estratégia e das políticas gerais da sociedade é acolhida por 92,5% das empresas.

Esta percentagem era inferior em 2012. Tal como em 2011, apenas 85,7% das empresas cotadas a acolhia. Junto das empresas do PSI 20 em 2013 o acolhimento desta recomendação atingia os 93,8% (83,3% em 2012 e 88,9% em 2011).

93,8% 83,3%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre não delegação de estratégia e política geral.

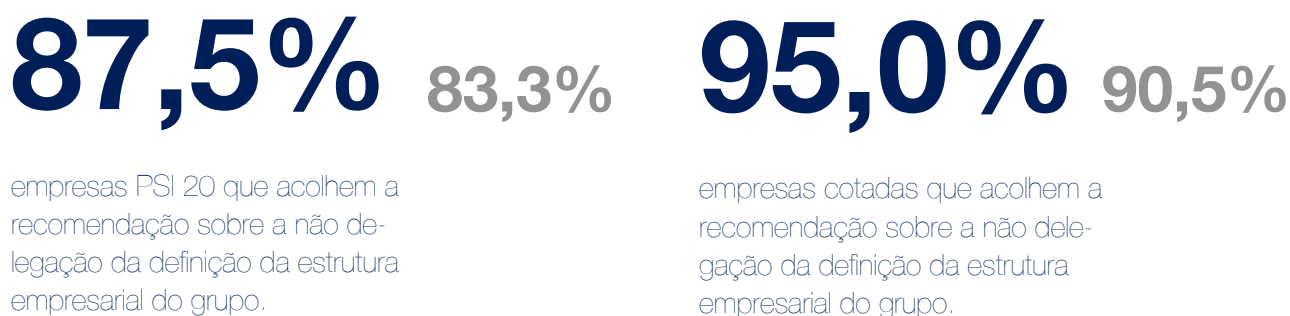
92,5% 85,7%

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre não delegação de estratégia e política geral.

Matérias Indelegáveis: Estrutura Empresarial do Grupo (II.1.2.ii)

No ano de 2013, em 87,5% das empresas do PSI 20 e 95% de todas as sociedades cotadas, o conselho de Administração não delega a definição da estrutura empresarial do grupo.

Em 2012, 83,3% das empresas do PSI 20 e 90,5% de todas as sociedades cotadas acolhia esta recomendação. De notar que em 2011, estas percentagens eram respectivamente 92,9% de todas as sociedades cotadas e 95,8% das empresas do PSI 20.



Matérias Indelegáveis: Decisões Estratégicas (Montante, Risco, Características Especiais) (II.1.2.iii)

Em 81,3% (77,8% em 2012 e 83,3% em 2011) das empresas do PSI 20 e em 92,5% (83,3% em 2012 e 88,1% em 2011) de todas as sociedades cotadas, o Conselho de Administração não delega a tomada de decisões estratégicas.

Assistimos assim a um aumento do grau de acolhimento desta recomendação.



Em 2010, estas três últimas recomendações foram analisadas em conjunto tendo sido a recomendação que estabelecia quais as competências não delegáveis seguida por 82,9% das empresas cotadas e por 88,9% das empresas do PSI 20.

Criação de Comissão que Avalie o Desempenho dos Administradores Executivos (Individual e Global) (II.1.4.i) e (II.1.4.ii)

Em 70,7% das sociedades cotadas e em 64,7% das empresas do PSI 20, funcionam as comissões necessárias para assegurar uma competente e independente avaliação do desempenho (quer individual quer global) dos administradores executivos.

Em 2012 e 2011, respetivamente 79,1% e 77,3% das cotadas acolhia esta recomendação.

64,7% 77,3% **70,7%** 79,1%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre a criação de comissões para avaliação do desempenho(quer individual quer global) dos administradores executivos.

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre a criação de comissões para avaliação do desempenho(quer individual quer global) dos administradores executivos.

Criação de Comissão que Avalie Outras Comissões Existentes (II.1.4.iii)

A recomendação que preconiza criação duma comissão que avalie as outras comissões criadas é seguida por 72,5% das sociedades e por 64,7% das empresas do PSI 20.

64,7% **72,5%**

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre criação duma comissão que avalie as outras comissões.

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre criação duma comissão que avalie as outras comissões.

Independência da Comissão Criada (II.1.4.iv)

A independência da comissão criada existe em 63,2% das sociedades cotadas, sendo esta percentagem de 71,4 % no caso das empresas do PSI 20.

71,4%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que assegura a independência da comissão criada.

63,2%

empresas cotadas que acolhem a recomendação que assegura a independência da comissão criada.

Membros Não Executivos no Conselho de Administração para Supervisionar (II.1.6)

A recomendação que preconiza que o número de membros não executivos no Conselho de Administração deva ser suficiente para garantir efectiva capacidade de acompanhamento, supervisão e avaliação da actividade dos membros executivos é acolhida pela totalidade das empresas do PSI 20 e por 79,2% das restantes empresas cotadas que não integram o PSI 20.

Comparando com os valores obtidos em 2012 (2011), respectivamente 94,4% e 83,3% (88,9% e 83,3%), constatamos um aumento importante e continuado no grau de acolhimento desta recomendação junto das empresas do PSI 20.

100% 94,4%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre membros não executivos no conselho de administração.

87,5% 83,3%

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre membros não executivos no conselho de administração.

Independentes como Administradores Não Executivos (II.1.7)

A recomendação segundo a qual, entre os administradores não executivos, deve contar-se uma proporção adequada de independentes, continua a ser uma das que regista menor acolhimento entre as empresas portuguesas cotadas, sendo seguida por 70,6% das empresas que integram o PSI 20 e por apenas 59% das empresas cotadas.

É contudo importante realçar que estes números são substancialmente melhores do que os verificados em 2012, respectivamente de 61,1% e 38,1%. Em 2011 estas percentagens tinham sido de 61,1% e 40,5% respectivamente.

70,6% 61,1% **59,0%** 38,1%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que assegura membros independentes entre os não executivos.

empresas cotadas que acolhem a recomendação que assegura membros independentes entre os não executivos.

Prestação de Informações pelos Administradores Executivos aos Órgãos Sociais (II.1.8)

Tal como em 2011 e 2012, na totalidade das empresas do PSI 20, os administradores executivos prestam aos outros órgãos sociais a informação solicitada.

Este número diminuiu ligeiramente na totalidade das empresas cotadas, tendo descido de 100% em 2011 e 2012 para 97,6% em 2013.

100% 100% **97,6%** 100%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre prestação de informação pelos administradores executivos aos órgãos sociais.

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre prestação de informação pelos administradores executivos aos órgãos sociais.

4.2.2 Fiscalização

Independência do Conselho Fiscal, da Comissão de Auditoria ou da Comissão para as Matérias Financeiras (II.2.1)

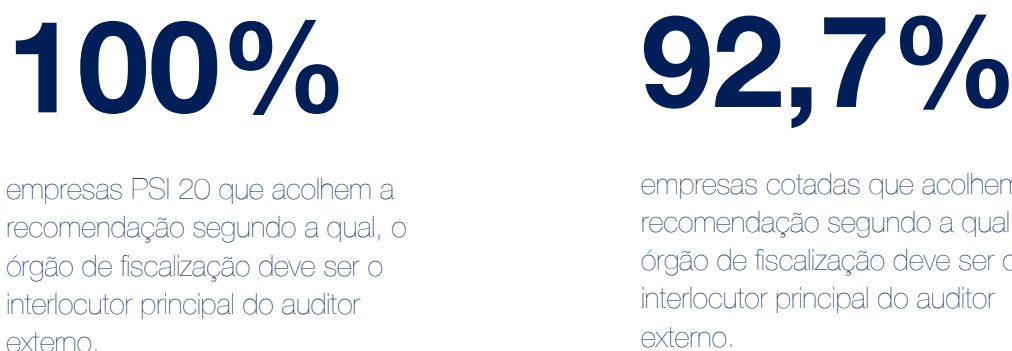
Uma forte maioria das empresas do PSI 20 (88,2%) seguem a recomendação segundo a qual o Presidente do Conselho Fiscal, da Comissão de Auditoria, ou da Comissão para as Matérias Financeiras deve ser independente e possuir as competências adequadas ao exercício das respectivas funções (89,5% em 2012).

O valor registado para todas as sociedades cotadas é, contudo, superior: 92,7% em 2013 e 90,7% em 2012.



Órgão de Fiscalização como Interlocutor Principal do Auditor Externo (II.2.2.i)

A recomendação segundo a qual, o órgão de fiscalização deve ser o interlocutor principal do auditor externo é acolhida por 100% das empresas do PSI 20 e por 87,5 % das restantes sociedades cotadas.



Órgão de Fiscalização deve Propor Remuneração do Auditor Externo (II.2.2.ii)

94,1% das empresas do PSI 20 acolhem a recomendação que preconiza que deve ser o órgão de fiscalização a propor a remuneração do auditor externo.

Para as restantes empresas cotadas esta percentagem foi 79,2%.

94,1%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que preconiza que deve ser o órgão de fiscalização a propor a remuneração do auditor externo.

85,4%

empresas cotadas que acolhem a recomendação que preconiza que deve ser o órgão de fiscalização a propor a remuneração do auditor externo.

Órgão de Fiscalização a Zelar para Condições Adequadas na Prestação de Serviços (II.2.2.iii)

A recomendação segundo a qual, o órgão de fiscalização deve zelar para que sejam asseguradas dentro da empresa as condições adequadas à prestação dos serviços, foi acolhida por 94,1% das empresas do PSI20.

Para as restantes empresas cotadas esta percentagem foi 87,5%.

94,1%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação segundo a qual o órgão de fiscalização deve zelar por condições adequadas na prestação de serviços.

90,2%

empresas cotadas que acolhem a recomendação segundo a qual o órgão de fiscalização deve zelar por condições adequadas na prestação de serviços.

O acolhimento destas últimas três recomendações foi avaliado conjuntamente em 2011 e 2012, tendo sido acolhidas em simultâneo em 2012 pela totalidade das empresas do PSI 20 (95% em 2011) e por 83,3% das outras sociedades (79,2% em 2011).

Avaliação Anual do Auditor Externo pelo Órgão de Fiscalização (II.2.3)

A recomendação que sustenta que o órgão de fiscalização deve avaliar anualmente o auditor externo, propondo a sua destituição ou a resolução do seu contrato sempre que se verifique justa causa, é seguida por 97,6% das empresas cotadas e pela totalidade das sociedades que integram o PSI 20.

Em 2011 e 2012, esta recomendação tinha sido acolhida pela totalidade das empresas do PSI 20 e por 87,5% e 91,7% das outras empresas, respectivamente.



Avaliação dos Sistemas de Controlo Interno e Propostas de Ajustamentos que se Mostrem Necessárias (II.2.4, incluindo II.2.4.i e II.2.4.ii)

Todas as empresas do PSI 20 e 91,7% das restantes sociedades acolhem as recomendações que preconizam que o órgão de fiscalização deve avaliar o funcionamento dos sistemas de controlo interno e de gestão do risco, propondo os ajustamentos que se mostrem necessários.

Em 2012 estas recomendações foram seguidas por 94,7% das empresas cotadas e por 88,4% das sociedades do PSI 20, tendo assim ocorrido um aumento no grau de acolhimento destas recomendações.



A Comissão de Auditoria, o Conselho Geral e de Supervisão e o Conselho Fiscal Pronunciam-se sobre Auditoria Interna, Compliance e são Destinatários dos Relatórios sobre Conflitos de Interesse (II.2.5, incluindo II.2.5.i, II.2.5.ii e II.2.5.iii)

A Comissão de Auditoria, o Conselho Geral e de Supervisão e o Conselho Fiscal pronunciaram-se (i) sobre a auditoria interna e (ii) sobre os serviços de *compliance*, sendo ainda (iii) os destinatários dos relatórios sobre conflitos de interesse em 79,5% das sociedades cotadas e em 81,3% das empresas que integram o PSI 20.

Nos anos precedentes, estas percentagens foram significativamente mais baixas, respectivamente 58,5% para todas as empresas cotadas e 72,8% no caso das sociedades do PSI 20, em 2012, e 54,5% para todas as empresas cotadas e 75% no caso das sociedades do PSI 20, em 2011.

81,3% **72,8%** **79,5%** **58,5%**

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre a comissão de auditoria, o conselho geral e de supervisão e o conselho fiscal.

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre a comissão de auditoria, o conselho geral e de supervisão e o conselho fiscal.

4.2.3 Fixação de Remunerações

Independência dos Membros Comissão de Remunerações (II.3.1.i)

A recomendação que preconiza a independência dos membros da Comissão de Remunerações face aos membros executivos do órgão de administração é acolhida por 70% das empresas cotadas, sendo esta percentagem ligeiramente inferior entre as empresas do PSI 20: 68,8%.

68,8%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que estabelece a independência dos membros da Comissão de Remunerações.

70,0%

empresas cotadas que acolhem a recomendação que estabelece a independência dos membros da Comissão de Remunerações

Inclusão de Pelo Menos Um Membro da Comissão de Remunerações com Conhecimentos e Experiência em Política de Remuneração (II.3.1.ii)

Na totalidade das sociedades que integram o PSI20, e em 92,7% das empresas cotadas, a Comissão de Remunerações inclui pelo menos um membro com conhecimentos e experiência em matérias de política de remuneração. Para as outras sociedades, não integrando o PSI 20, esta percentagem é de 80%, face a dois terços em 2011.

100%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre inclusão de pelo menos um membro da Comissão de Remunerações com conhecimentos e experiência em política de remuneração.

92,7%

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre inclusão de pelo menos um membro da Comissão de Remunerações com conhecimentos e experiência em política de remuneração.

Estes aspectos foram analisados conjuntamente em anos anteriores tendo sido ambos acolhidos em 2012 por 71,1% das empresas emitentes e por apenas 64,3% das empresas do PSI 20. Registamos portanto uma trajectória positiva na evolução do grau de acolhimento destas recomendações de 2012 para 2013.

Votação pela Assembleia Geral de Proposta Relativa a Planos de Acções (II.3.4)

Em 2013, tal como verificado em 2011 e 2012, todas as empresas do PSI 20 submeteram à Assembleia Geral para aprovação a proposta relativa ao plano de atribuição de acções, e/ou de opções de aquisição de acções, a membros dos órgãos sociais.

Para as outras sociedades, não integrando o PSI 20, esta percentagem é também de 100% em 2013, tendo sido 80% em 2012 e dois terços em 2011.

100%

100%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação na qual se assegura a votação pela Assembleia Geral de proposta relativa a planos de acções.

100%

80%

empresas cotadas que acolhem a recomendação na qual se assegura a votação pela Assembleia Geral de proposta relativa a planos de acções.

4.3 Remunerações

Remuneração dos Administradores Não Executivos Não Depende do Desempenho (III.2.i)

A percentagem de empresas do PSI 20 que segue a recomendação segundo a qual a remuneração dos membros não executivos do órgão de administração não deverá incluir qualquer componente cujo valor dependa do desempenho ou do valor da sociedade é de 93,8%.

No caso das restantes empresas emitentes, isto é, das que não integram o PSI 20, esta percentagem foi de 90,9%.

93,8%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que assegura que a remuneração dos administradores não executivos não depende do desempenho.

92,1%

empresas cotadas que acolhem a recomendação que assegura que a remuneração dos administradores não executivos não depende do desempenho.

Remuneração dos Membros do Órgão de Fiscalização Não Depende do Desempenho (III.2.ii)

A recomendação segundo a qual a remuneração dos membros do órgão de fiscalização também não deverá incluir qualquer componente cujo valor dependa do desempenho ou do valor da sociedade, é seguida pela totalidade das empresas do PSI 20 e por 95,8% das outras empresas emitentes que não integram este índice.

100%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação segundo a qual a remuneração dos membros do órgão de fiscalização não depende do desempenho.

90,9%

empresas cotadas que acolhem a recomendação segundo a qual a remuneração dos membros do órgão de fiscalização não depende do desempenho.

Em anos anteriores o acolhimento destas duas últimas recomendações foi analisado conjuntamente. Em 2012, a percentagem de empresas do PSI 20 que acolheu as duas recomendações em simultâneo foi 88,9%, tendo sido 88,2% em 2011. Assistimos pois a um aumento continuado do grau de acolhimento destas recomendações junto das empresas do PSI 20. No caso das restantes empresas emitentes, isto é, das que não integram o PSI 20, esta percentagem passou de 85,7% em 2011 para 95,2% em 2012.

Componente Variável da Remuneração Razoável (III.3.i)

Cerca de três quartos de todas as empresas cotadas (76,3%) e 93,8% das empresas que integram o PSI 20 acolhem a recomendação que postula que a componente variável da remuneração deve ser globalmente razoável em relação à componente fixa da mesma.

93,8%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que postula que a componente variável da remuneração deve ser razoável.

76,3%

empresas cotadas que acolhem a recomendação que postula que a componente variável da remuneração deve ser razoável.

Componente Variável da Remuneração com Limite Máximo (II.3.ii)

A recomendação segundo a qual devem ser fixados limites máximos para a componente variável e para a componente fixa da remuneração é apenas seguida por 52,6% das empresas cotadas.

Contudo, junto das empresa do PSI 20 o grau de acolhimento desta recomendação é superior, atingindo os 87,5%.

87,5%

empresas PSI 20 acolhem a recomendação que assegura um limite máximo para a componente variável da remuneração.

52,6%

empresas cotadas que acolhem a recomendação que assegura um limite máximo para a componente variável da remuneração.

No passado o grau de acolhimento destas duas últimas recomendações foi analisado em conjunto, tendo sido em 2012 acolhidas em simultâneo por 72,2% das empresas do PSI 20 (70% em 2011) e por apenas 46,3% das empresas cotadas (44,2% em 2011).

Parte da Remuneração Variável é Diferida Pelo Menos 3 Anos (III.4.i)

Apenas 60% das sociedades do PSI 20 e 22,7% das outras empresas que não fazem parte deste índice, difere uma parte significativa da remuneração variável por um período não inferior a três anos.

60%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que assegura que uma parte significativa da remuneração variável é diferida por um período não inferior a três anos

37,8%

empresas cotadas que acolhem a recomendação que assegura que uma parte significativa da remuneração variável é diferida por um período não inferior a três anos

Pagamento da Remuneração Variável Apenas Realizado se o Desempenho for Positivo (III.4.ii)

Contudo, a percentagem de empresas em que o direito ao pagamento futuro da remuneração variável depende da continuação do desempenho positivo da sociedade ao longo desse período é superior: 73,3% nas empresas do PSI 20 e 45,5% das outras empresas não incluídas no PSI 20.

73,3%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que postula que a remuneração variável só é devida se o desempenho for positivo.

56,8%

empresas cotadas que acolhem a recomendação que postula que a remuneração variável só é devida se o desempenho for positivo.

Em anos anteriores o acolhimento destas duas últimas recomendações foi analisado em conjunto. Em 2012, foram acolhidas em simultâneo por 61,1% das sociedades que integram o PSI 20 (65% em 2011) e por apenas 26,1% das outras empresas cotadas. Em 2011, esta última percentagem tinha sido ainda mais baixa, apenas 17,4%.

Inaliabilidade das Acções Adquiridas em Esquemas de Remuneração Variável (III.6)

A recomendação segundo a qual os administradores executivos devem manter até ao fim do seu mandato as acções adquiridas em esquemas de remuneração variável até ao limite de duas vezes o valor da remuneração total anual, é acolhida por 90% das empresas cotadas e pela totalidade das empresas do PSI 20.

Em 2011 e 2012, o grau de acolhimento desta recomendação tinha sido significativamente inferior. Com efeito, as percentagens registadas em 2012 foram 58,3% para todas as sociedades cotadas e 62,5% para as empresas do PSI 20.

Em 2011, os valores correspondentes foram 54,5% e 62,5%, respectivamente.

100% **62,5%** **90,0%** **53,8%**

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre a inaliabilidade das acções adquiridas em esquemas de remuneração variável.

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre a inaliabilidade das acções adquiridas em esquemas de remuneração variável.

4.4 Auditoria

Auditor Externo Verifica Aplicação das Políticas de Remunerações (IV.1.i)

A recomendação que explicita que compete ao auditor externo verificar a aplicação das políticas e sistemas de remunerações dos órgãos sociais é seguida por 88,2% das empresas do PSI 20 e por 79,2% das restantes empresas cotadas que não integram o PSI 20.

88,2%

empresas PSI 20 acolhem a recomendação que assegura que o auditor externo verifica aplicação das políticas de remunerações.

82,9%

empresas cotadas acolhem a recomendação que assegura que o auditor externo verifica aplicação das políticas de remunerações.

Auditor Externo Verifica Eficácia do Sistema de Controlo Interno (IV.1.ii)

Também, em 88,2% das empresas do PSI 20 e em 83,3% das outras empresas cotadas que não integram este índice, verificamos que o auditor externo verifica a eficácia dos mecanismos de controlo interno.

88,2%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que assegura que o auditor externo verifica eficácia do sistema de controlo interno.

85,4%

empresas cotadas que assegura que o auditor externo verifica eficácia do sistema de controlo interno.

Auditor Externo Reporta Deficiências ao Órgão de Fiscalização (IV.1.iii)

O auditor externo reporta quaisquer deficiências encontradas ao órgão de fiscalização da sociedade em 87,8% das empresas cotadas. Esta percentagem é ligeiramente superior para as empresas do PSI 20: 88,2%.

88,2%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que assegura que o auditor externo reporta deficiências ao órgão de fiscalização.

87,8%

empresas cotadas que acolhem a recomendação que assegura que o auditor externo reporta deficiências ao órgão de fiscalização.

O acolhimento das três recomendações anteriores foi analisado em conjunto em anos anteriores. As recomendações relativas às competências do auditor externo foram acolhidas em simultâneo por 89,5% das empresas do PSI 20 em 2012 (90% em 2011) e por 83,3% das restantes empresas cotadas em 2012 (79,2% em 2011).

Outros Serviços Contratados ao Auditor Externo são Aprovados pelo Órgão de Fiscalização (IV.2.i)

A recomendação que estabelece que quando a sociedade contratar ao auditor externo serviços diversos dos serviços de auditoria, tal deverá ser aprovado pelo órgão de fiscalização é seguida por 90,2% das empresas cotadas (88,2% no caso das empresas do PSI 20).

88,2%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que assegura que outros serviços contratados ao auditor externo são aprovados pelo órgão de fiscalização.

90,2%

empresas cotadas que acolhem a recomendação assegura que outros serviços contratados ao auditor externo são aprovados pelo órgão de fiscalização.

Outros Serviços Contratados ao Auditor Externo com Peso Não Superior a 30% (IV.2.ii)

A recomendação segundo a qual a sociedade não deve contratar ao auditor externo um volume significativo de serviços diversos dos serviços de auditoria, é seguida pela totalidade das empresas do PSI 20 e por 95% das empresas cotadas.

100%

empresas PSI 20 acolhem a recomendação que assegura que outros serviços contratados ao auditor externo não têm um peso superior a 30%

95,0%

empresas cotadas acolhem a recomendação que assegura que outros serviços contratados ao auditor externo não têm um peso superior a 30%

Em anos anteriores o acolhimento destas duas últimas recomendações foi analisado em conjunto, tendo estas sido seguidas em simultâneo em 2012 por 81,4% das sociedades cotadas (89,5% no caso das empresas do PSI 20). Em 2011, tinham sido acolhidas por 77,3% das empresas cotadas (85% no caso das empresas do PSI 20). Mais uma vez, é de registar um maior acolhimento por parte de todas as empresas emitentes.

4.5 Informação

Gabinete de Apoio ao Investidor : Resposta Pronta (VI.2.i)

Tal como em 2012 e 2011, em 2013 a totalidade das empresas do PSI 20 respeita o princípio da igualdade dos accionistas, prevenindo as assimetrias no acesso à informação por parte dos investidores, com a existência de um gabinete de apoio ao investidor.

Esta percentagem em 2013 é de 95,8% para as restantes empresas cotadas, valores que se mantêm desde 2011.

100% 100%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que assegura o princípio da igualdade dos accionistas, prevenindo as assimetrias no acesso à informação.

97,6% 97,6%

empresas cotadas que acolhem a recomendação que assegura o princípio da igualdade dos accionistas, prevenindo as assimetrias no acesso à informação.

4.6. Alguns Comentários Finais

Em primeiro lugar importa salientar que o grau de acolhimento das recomendações registado em 2013 é elevado.

Com efeito 2 (5%) das 37 recomendações e sub-recomendações analisadas neste capítulo são acolhidas por todas as empresas e 51,4% das 37 recomendações consideradas são seguidas por mais de 90% das sociedades cotadas.

Não fazemos comparações com o sucedido em anos anteriores já que, tal como explicado anteriormente, as recomendações consideradas não são as mesmas.

Vemos ainda que o grau de acolhimento junto das empresas que integram o PSI 20 é superior ao observado nas restantes empresas.

Com efeito, 13 (35%) das 37 recomendações e sub-recomendações são acolhidas pela totalidade das empresas do PSI 20, e 18, ou seja 48,6%, das 37 recomendações e sub-recomendações são seguidas por mais de 90% das sociedades incluídas neste índice.

Entre as recomendações com um grau de acolhimento mais elevado temos a recomendação relativa à proibição de mecanismos anti *takeover* e a recomendação que preconiza que as empresas devem submeter à Assembleia Geral para aprovação a proposta relativa ao plano de atribuição de acções, e/ou de opções de aquisição de acções, a membros dos órgãos sociais. Ambas são seguidas pela totalidade das empresas cotadas.

Também

- (i) a recomendação que preconiza a existência de um gabinete de apoio ao investidor,
- (ii) a recomendação que estabelece a necessidade de prestação de informação

pelos administradores executivos aos órgãos sociais,

- (iii) a recomendação segundo a qual a remuneração dos membros não executivos do órgão de fiscalização não depende do desempenho ou do valor da sociedade, e

- (iv) a recomendação que sustenta que o órgão de fiscalização deve avaliar anualmente o auditor externo,

são acolhidas pela totalidade das empresas do PSI 20 e por 97,7 % das empresas cotadas.

De referir, ainda, o excelente acolhimento das recomendações referentes à Fixação de Remunerações (100% de acolhimento pelas empresas do PSI 20 em duas das três recomendações), e as respeitantes à Fiscalização (100% de acolhimento pelas empresas do PSI 20 em quatro das dez recomendações consideradas).

Entre as recomendações com menor grau de acolhimento, sobretudo entre as empresas que não fazem parte do PSI 20, salientam-se algumas relativas às remunerações.

Com efeito, a recomendação segundo a qual devem ser fixados limites máximos para a componente variável e para a componente fixa da remuneração é apenas seguida por 52,6% das empresas cotadas e por 27,3% das empresas que não integram o PSI 20.

A recomendação relativa ao diferimento de uma parte significativa da remuneração variável por um período não inferior a três anos foi acolhida em 2013 por apenas 37,8% das empresas cotadas e por 22,7% das empresas não incluídas no PSI 20.

Também o direito ao seu recebimento dever ficar dependente da continuação do desempenho positivo da sociedade apenas é acolhida por 56,8% das empresas cotadas e por 45,5% das sociedades que não integram o PSI 20.

Outra área em que ainda se observa um baixo grau de acolhimento, sobretudo por parte das empresas do PSI 20, é a relativa aos órgãos de supervisão e administração.

Assim, a recomendação que preconiza a criação de uma comissão que assegure uma competente e independente avaliação do desempenho dos administradores executivos e do seu próprio desempenho global, é seguida por apenas 64,7% das empresas do PSI 20. Esta percentagem é um pouco superior junto das empresas que não integram este índice: 75%.

A criação de uma comissão que avalie as diversas comissões existentes é uma recomendação acolhida apenas também por 64,7% das empresas do PSI 20 e por 78,3% das outras sociedades cotadas que não integram este índice.

A recomendação que preconiza a independência das comissões criadas também regista um acolhimento baixo, sendo apenas seguida por 63,2% das empresas cotadas e por 71,4% das empresas do PSI 20.

Constata-se ainda que o acolhimento é baixo no que respeita à recomendação relativa à existência de uma proporção adequada de independentes como administradores não executivos.

Com efeito, esta recomendação é apenas seguida por metade das empresas que não fazem parte do PSI 20 e por 70,6 % das sociedades que integram este índice.

5. Apuramento do Índice e do Rating de Governo Societário Católica Lisbon/AEM em 2013

5.1. O Índice de Governo Societário Católica Lisbon/AEM

Nesta secção apresenta-se e discute-se a construção do Índice de Governo Societário Católica Lisbon/AEM.

Este índice mede, para cada empresa cotada em bolsa, o grau de acolhimento das recomendações nacionais sobre governação com correspondência em recomendações e regras internacionais (*vide* capítulo 2).

De facto, tal como foi explicado anteriormente, apenas foram consideradas na construção do índice as recomendações do Código do Governo das Sociedades com paralelo em textos internacionais de referência.

Dentro destas distinguem-se ainda como mais relevantes as recomendações com maior número de correspondências em *benchmarks* internacionais.

O Índice Católica Lisbon/AEM é, pois, um índice ponderado, que não considera as recomendações do código português sem paralelo em textos internacionais.

Note-se, igualmente, que no cálculo do índice para cada empresa não se consideram as recomendações que sejam entendidas como não aplicáveis a essa empresa.

Tem-se, assim, um índice original nos seus pressupostos, que se apresenta pelo quarto ano consecutivo e que não é directamente comparável com qualquer outro indicador de

observância para o mercado de capitais português.

No entanto, como o código sobre o qual o índice se baseia em 2013 é diferente do utilizado anteriormente, não nos será possível comparar os valores obtidos em 2013 com os obtidos em 2011 e 2012.

O valor do Índice para cada empresa traduzirá o respectivo nível ponderado de observância das regras de governação aplicadas em Portugal, com relevância internacional.

O Índice, na sua escala própria, poderá tomar valores no intervalo 5.000 a 10.000, correspondendo o valor 5.000 a uma total ausência de acolhimento e o valor 10.000 a uma situação de acolhimento completo.

Na tabela seguinte, apresentam-se algumas estatísticas descritivas da distribuição do Índice Católica Lisbon/AEM em 2013, para as 41 empresas consideradas, assim como para as 17 empresas consideradas que integram o PSI 20.

	Todas as Empresas	Empresas no PSI 20
Média	9124	9393
Variância	363836	234222
Desvio-padrão	603	484
Mediana	9153	9352
1.º Quartil	8898	9068
3.º Quartil	9603	9841
Intervalo Interquartil	705	773
Máximo	10000	10000
Mínimo	7417	8475
Intervalo de variação	2583	1525
Coeficiente de variação	7%	5%
Número de empresas	41	17

Tabela 5.1 – O Índice Católica Lisbon/AEM 2014 – Estatísticas Descritivas

Em média, o grau de acolhimento ponderado das regras de governação com correspondência internacional pelas empresas portuguesas cotadas em 2013, apurado pelo índice, foi de 9.124.

Quando distinguimos entre empresas que integram ou não integram o PSI 20, constatamos que o grau de acolhimento médio das primeiras é significativamente superior ao das segundas.

Também para as 25 empresas associadas da AEM que integram o estudo, o grau de acolhimento médio foi significativamente superior ao obtido para as empresas não associadas, 9.315 *versus* 8.826 pontos.

Para a totalidade das empresas cotadas, a mediana registou um valor ligeiramente superior à média, 9.153.

Já para as empresas do PSI 20 sucedeu o inverso, sendo a mediana 9.352. Isto significa que para 50% das empresas cotadas o valor do índice foi superior a 9.153 e que para metade das empresas do PSI 20 o índice excedeu os 9.352 pontos.

Isto significa que para 50% das empresas cotadas o valor do índice foi superior a 9.153 e que para metade das empresas do PSI 20 o índice excedeu os 9.352 pontos.

Para empresas associadas da AEM que fazem parte do estudo, a mediana foi também inferior à média: 9.286 pontos.

Da comparação entre a mediana e a média constata-se que o número de observações no lado direito da distribuição, o qual corresponde a valores mais altos, é maior para a totalidade das empresas e ligeiramente inferior nos subconjuntos das 17 empresas do PSI 20 e das 25 empresas associadas da AEM.

Os valores obtidos para o primeiro e terceiro quartis também fornecem informação relevante. Para 75% das 41 empresas consideradas o valor do índice foi superior a 8.898, estando para 25% das empresas o valor do índice acima de 9.603.

Para as empresas do PSI 20, em 75% dos casos o valor do índice ultrapassou os 9.068 pontos, e em 25% dos casos excedeu 9.841.

Para as 25 empresas associadas da AEM, o primeiro e o terceiro quartis foram, respectivamente, 9.074 e 9.727.

Passando agora a discutir a dispersão, constata-se que esta não é muito acentuada. Com efeito, em 2013, o índice registou valores entre 7.417 e 10.000, o que implica um intervalo de variação de apenas 2.583 pontos.

O desvio padrão foi de 603, o que corresponde a um coeficiente de variação de 7%. Como se pode ver na Tabela 5.1, para as empresas do PSI 20 a dispersão é significativamente menor.

Como se pode ver na Tabela 5.1, para as empresas do PSI 20 a dispersão é significativamente menor.

10000

Grau máximo de acolhimento das regras de governação com correspondência internacional alcançado pelas empresas portuguesas cotadas em 2013.

9124

Média do grau de acolhimento ponderado das regras de governação com correspondência internacional pelas empresas portuguesas cotadas em 2013.

9393

Média do grau de acolhimento ponderado das regras de governação com correspondência internacional pelas empresas cotadas no PSI 20.

9315

Média do grau de acolhimento ponderado das regras de governação com correspondência internacional pelas empresas associadas da AEM.

O mesmo sucede para as 25 empresas associadas.

Para as empresas do PSI 20, o índice registou valores entre 8.475 e 10.000. O desvio padrão foi de 484, o que implica um coeficiente de variação de 5%.

Note-se que praticamente todas as empresas do PSI 20 são associadas pelo que os resultados para as empresas do PSI 20 e para as empresas associadas são muito semelhantes.

9153

Mediana do grau de acolhimento ponderado das regras de governação com correspondência internacional pelas empresas portuguesas cotadas em 2013.

9352

Mediana do grau de acolhimento ponderado das regras de governação com correspondência internacional pelas empresas cotadas no PSI 20.

9286

Mediana do grau de acolhimento ponderado das regras de governação com correspondência internacional pelas empresas associadas da AEM.

5.2. O Rating de Governo Societário Católica Lisbon/AEM

Tendo obtido, para cada empresa cotada, um valor específico do índice de acolhimento das recomendações de governo societário, pode agora agrupar-se as empresas em classes de grau de acolhimento, construindo assim um *Rating* de Governo Societário.

Resulta daqui uma contribuição adicional do presente estudo, o qual para além da criação do Índice Católica Lisbon/AEM, apresenta

um *rating* de observância/acolhimento das recomendações sobre o governo das sociedades em Portugal com correspondência internacional.

Na tabela seguinte, apresentam-se as várias classes de *rating* consideradas, os seus limites, a respectiva designação, assim como o número e a percentagem de empresas que a cada uma delas pertence.

Rating	Classes	Número de Empresas	Percentagem de Empresas
D	inferior a 6850	0	0
C	6850 - 7300	0	0
CC	7300 - 7750	2	4,9%
B	7750 - 8200	2	4,9%
BB	8200 - 8650	3	7,3%
A	8650 - 9100	11	26,8%
AA	9100 - 9550	12	29,3%
AAA	9550 - 10000	11	26,8%

Tabela 5.2 – O Rating de Governo Societário Católica Lisbon/AEM 2014

Tal como nas edições anteriores, o estudo considerou uma divisão em 8 classes e, seguindo uma terminologia já consagrada, atribuiu-se a cada classe um *rating* que vai que vai do triplo A a D.

Um *rating* de D corresponde a um grau de acolhimento muito deficiente e equivale à noção de *junk* existente noutros critérios.

De realçar o facto de, relativamente ao ano de 2013, nenhuma empresa cotada se encontrar incluída nesta categoria.

Um valor de CC ou C corresponde a uma situação de sub-acolhimento das recomendações de governo societário. Tal como se pode constatar na Tabela 5.2, nenhuma empresa aparece na categoria C e apenas 2 caem na classe CC.

Nas categorias BB e B temos 12,2% das empresas e o índice pode tomar valores entre 7.750 e 8.650. O grau de acolhimento aqui é considerado como médio-alto.

Para conseguir um *rating* de A, o Índice deve exceder os 8.650 pontos, o que se observa para 82,9% das empresas cotadas.

Um *rating* de AAA é atribuído a uma sociedade com um Índice superior a 9.550 pontos.

Em 2013, 11 empresas obtiveram essa notação (26,8%). Contudo a classe modal, isto é a classe com maior número de empresas, foi a classe AA, com 29,3% das empresas.

Para uma melhor visualização da distribuição das empresas pelas classes de *rating* definidas, apresenta-se em baixo a representação gráfica correspondente.

A primeira constatação é que, tal como já evidenciado nas tabelas 5.1 e 5.2, a percentagem de empresas que regista situações de sub-acolhimento é baixa. Com efeito, não existem empresas nas classes de *rating* inferior a CC e apenas duas caem na classe CC, o que corresponde a 4,9 % das empresas estudadas.

Outro resultado significativo é que 90,2% das empresas se encontram concentradas nas classes BB, A, AA e AAA.

De registar ainda o facto de nas duas classes de *rating* mais elevadas, AA e AAA, se encontrarem 57,9% das empresas cotadas. Por outro lado, 34 empresas (82,9% do total) apresentam um *rating* maior ou igual a A.

Mais uma vez se salienta aqui que o *rating* de governo societário apresentado, tal como o índice do grau de acolhimento das recomendações de *corporate governance* em que se baseou, são calculados com referência a uma escala própria e usando a metodologia inerente a este estudo, não sendo, pois, directamente comparáveis a outros indicadores de governo societário para o mercado de capitais portugueses.

Também, tal como explicado anteriormente, o facto de em 2013 ter sido introduzido um novo código de governo societário pela CMVM, não permite a comparação dos valores obtidos para 2013 com os valores disponibilizados para os anos anteriores. Não é, assim, possível apresentar este ano uma análise da evolução temporal do acolhimento das práticas relevantes de governo societário.

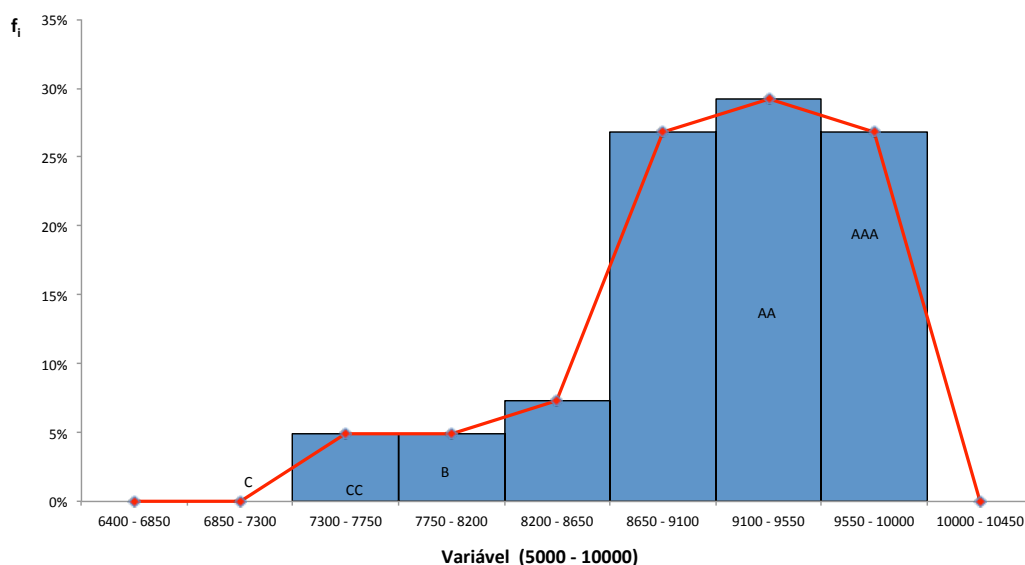


Figura 5.1 – Classes do Rating de Governo Societário Católica Lisbon/AEM 2014

6. Relações entre o Índice de Governo Societário e as Características das Empresas

Tendo nos capítulos anteriores sido elaborada uma descrição das práticas de *corporate governance* por parte das empresas incluídas no estudo, e feita uma avaliação do nível de acolhimento das recomendações sobre o governo societário para cada uma delas, dando origem à construção do Índice e do *Rating* Católica Lisbon/AEM, visa-se agora no presente capítulo determinar que características das so-

ciedades poderão explicar as diferenças no respectivo grau de acolhimento.

Com efeito, procura-se aqui compreender como o grau de acolhimento das recomendações sobre o governo societário (medido pelo Índice individual obtido anteriormente) revelado pelas empresas portuguesas cotadas varia em função de determinadas características das mesmas empresas.

6.1. Características das Empresas

Baseando a análise em estudos académicos anteriores (e.g., Bhagat e Bolton (2008) e Alves e Mendes (2009)), considerou-se adequado incluir como explicativas do índice de grau de acolhimento das recomendações sobre o governo societário as seguintes características:

1. Dimensão da empresa
2. Sector de actividade
3. Desempenho e rentabilidade da empresa
4. Retorno para o investidor
5. Estrutura accionista
6. Experiência de mercado de capitais
7. Modelo de governação

Para medir a dimensão da empresa consideraram-se as seguintes variáveis:

- capitalização bolsista, registada no mercado Euronext Lisbon a 31 de Dezembro de 2013 (este critério de dimensão é utilizado,

por exemplo, pelo Financial Times no seu bem conhecido *Directory* “FT 1000”);

- volume de vendas, reportado nos Relatórios Financeiros das empresas referentes ao exercício de 2013 (trata-se de um critério de dimensão utilizado por várias fontes, de que se destaca a Fortune nos seus *Directories* “Fortune 500” e “International Fortune 500”);

- número de empregados, reportado nos Relatórios Financeiros das empresas referentes ao exercício de 2013 (os critérios de *headcount* ou *full-time equivalent* são comumente utilizados na literatura para definir a dimensão de uma empresa);

- receitas, reportadas nos Relatórios Financeiros das empresas referentes ao exercício de 2013.

Quanto ao sector de actividade, seguindo a literatura existente e dada a dimensão da

amostra, e a sua densidade em termos de classes sectoriais, considerou-se apenas:

(i) a distinção entre empresas financeiras e não financeiras; e

(ii) a distinção entre empresas do sector da construção e as outras, dado que o sector da construção foi particularmente atingido pela presente crise económica.

Como indicadores de desempenho e rentabilidade, utilizaram-se as variáveis Resultado Líquido (*net income*), Resultado Antes de Juros e Impostos (*EBIT*), Resultado Antes de Amortizações, Depreciações, Encargos Financeiros e Impostos (*EBITDA*), e o rácio Dívida Financeira/EBITDA como medida de *leverage*/capacidade de serviço da dívida.

No que diz respeito ao retorno para o investidor, utilizou-se o indicador Rentabilidade dos Capitais Próprios ou ROE (*return on equity*).

Para caracterizar a estrutura accionista, foi introduzida a variável *free float*. Esta variável traduz a parcela de capital representado em acções admitidas à negociação em mercado regulamentado que se encontra em circulação, ou seja, a percentagem do total de acções admitidas em bolsa que estão à disposição para livre negociação em mercado secundário. Para efeitos deste Relatório, o *free float* considerado foi o registado para cada empresa no mercado Euronext Lisbon, a 31.12.2013.

De acordo com as regras oficiais do índice PSI 20, Index Rule Book Version 13-01, publicado pela Euronext, e em vigor a partir de 1 de Janeiro de 2013, "*Free float is defi-*

ned as the outstanding capital less shareholdings exceeding 5%, except where such interests are held by a. collective investment schemes/mutual funds or b. pension funds. In addition, certain insider holdings (e.g. shares held by directors, employees, founders and family), government holdings and holdings of the company itself (including subsidiaries) are not considered free float, irrespective of the size".

Para medir a experiência de mercado de capitais, usou-se o número de anos em bolsa, isto é o tempo decorrente entre a data de dispersão inicial ou de oferta pública inicial de acções (IPO) de cada sociedade e o dia 31 de Dezembro de 2013.

No que diz respeito ao modelo de governação, foram considerados três modelos, previstos na legislação portuguesa: o modelo clássico, o modelo dualista e o modelo anglo-saxónico.

No tocante à fiscalização, o modelo clássico comporta um conselho de administração, um conselho fiscal e um revisor oficial de contas (ROC).

Esta descrição é dirigida ao universo empresarial objecto deste Relatório. Recorde-se que a inclusão de fiscal único, em substituição do conselho fiscal, e, bem assim, a possibilidade de o ROC integrar o conselho fiscal não são admitidas para as sociedades cotadas (artigo 278.º, n.º 3 e 413.º, n.º 2. a) do Código das Sociedades Comerciais (para mais desenvolvimentos: Câmara, P. (2007), *Modelos de Governo das Sociedades Anónimas*, 197-258, *Reformas do Código das Sociedades*, ed. Almedina, 179-242).

O modelo dualista prevê a existência de um conselho de administração executivo (*managing board*) e de um conselho geral e de supervisão (*supervisory board*), a que se adiciona um ROC.

O modelo anglo-saxónico, por sua vez, contempla um conselho de administração, uma comissão de auditoria (*audit committee*) e um ROC.

Para além das sete variáveis pré-definidas, caracterizadas acima, foi ainda introduzida uma outra que distingue entre empresas que pertencem ao índice PSI 20 e empresas que não estão aí incluídas, figurando, portanto, no índice PSI Geral.

Esta nova variável agrega duas características, a dimensão e a liquidez, de acordo com as regras oficiais de inclusão de uma sociedade no índice PSI 20 (*vide* PSI 20 Index Rule Book Version 13-01).

Assim, cada uma das 17 empresas consideradas que integram o índice de referência do mercado português e que são utilizadas neste estudo apresenta maiores capitalizações bolsistas e níveis mais elevados de liquidez do que as restantes empresas incluídas no estudo.

6.2. Resultados Econométricos

A relação entre o índice de acolhimento de recomendações sobre o governo das sociedades em Portugal e as características das empresas acima descritas foi testada econometricamente, usando um modelo de regressão linear.

Os resultados da estimação são apresentados no Anexo B deste Relatório.

Os resultados obtidos podem ser resumidos da seguinte forma:

(i) Contrariamente ao verificado nos anos anteriores, foi detectada uma relação positiva, estatisticamente significativa, entre o índice de acolhimento e uma das variáveis de dimensão considerada, isto é as receitas.

(ii) Os indicadores de desempenho e rentabilidade utilizados não explicam o grau de acolhimento das recomendações de governo societário, tal como sucedido com os dados de anos precedentes. Com efeito, não foram encontradas relações significativas entre o nível de acolhimento de cada sociedade e os seus respectivos indicadores de performance, medidos nas quatro variáveis acima descritas (resultado líquido, EBIT, EBITDA, leverage/capacidade de serviço da dívida). Igualmente, a variável retorno para o investidor não produziu resultados estatisticamente significativos.

(iii) Por oposição, encontra-se uma relação muito significativa em termos estatísticos entre o valor do índice do grau de acolhimento e o facto de uma empresa pertencer ou não ao índice PSI 20. Os resultados do estudo demonstram que uma empresa que integre o PSI 20 cumpre melhor as recomendações de governo societário, corres-

pondendo este factor a um acréscimo de 350 pontos no valor do índice de acolhimento individual. Este valor é superior ao obtido em 2012, de 300 pontos. Note-se, contudo, que sendo o código que serviu de base à construção do índice diferente do considerado nos anos anteriores, os dois exercícios de regressão não são, portanto, directamente comparáveis.

De referir que no estudo para o mercado português de Alves e Mendes (2009) esta relação positiva também foi encontrada.

(iv) Tal como em 2012, a estrutura accionista não surge como factor explicativo do grau de acolhimento individual de cada sociedade em 2013. Com efeito, não foi encontrada qualquer relação estatisticamente significativa entre a variável free-float e o índice de acolhimento de cada empresa.

(v) No entanto, a escolha do modelo de governação parece afectar o índice de acolhimento das recomendações de governo societário das empresas. Os dados do estudo revelam que, tal como encontrado para os anos precedentes, empresas que seguem o modelo anglo-saxónico tendem a acolher mais as recomendações. No entanto, o nível de significância encontrado é baixo.

(vi) Não se obteve no estudo qualquer relação estatisticamente significativa entre o índice de acolhimento e a experiência de mercado de capitais. A distinção entre empresas financeiras e não-financeiras também não se revelou significativa. Os mesmos resultados tinham sido obtidos em 2010, 2011 e 2012.

Estes resultados contrastam com os resultados obtidos anteriormente para as empresas portuguesas por Alves e Mendes (2009).

(vii) Já no que respeita ao sector da construção, tal como em 2011 e 2012, a maioria das empresas tende a apresentar índices de acolhimento individuais mais baixos dos que o das outras empresas. Tal como conjecturado, este resultado pode dever-se à maior exposição à crise económica sofrida por este sector.

Em suma, os resultados do estudo permitem concluir que empresas, simultaneamente de maior dimensão e com mais liquidez gerada em bolsa (em concreto, as que integram o índice PSI 20), apresentam um maior grau de acolhimento das recomendações de governo societário.

Este resultado indica ainda que uma maior exposição ao mercado de capitais se traduz num melhor acolhimento do código de governação societário. Considera-se que esta é uma importante conclusão do estudo.

7. Conclusões Finais

A.

O presente estudo retoma a metodologia dos estudos precedentes, ao assentar numa abordagem inovatória para analisar o grau de acolhimento de recomendações constantes do Código de Governo das Sociedades, por parte das empresas emitentes de acções admitidas à negociação no mercado Euronext Lisbon, segundo os relatórios de governo societário reportados a 31 de Dezembro de 2013.

Esta metodologia mantém-se alicerçada em cinco características essenciais:

- i) natureza privada da avaliação;
- ii) independência da avaliação;
- iii) tempestividade de análise;
- iv) elevado pendor analítico, nomeadamente em relação às recomendações múltiplas; e
- v) ponderação da importância das recomendações à luz de *benchmarks* internacionalmente reconhecidos.

B.

O ciclo de Relatórios, a que aqui se dá continuidade, sobre o grau de adesão de boas práticas de *corporate governance* em Portugal, procura servir de demonstração sistemática da viabilidade e da vantagem da realização de escrutínios privados ao grau de observância das recomendações de bom governo, como instrumento de separação mais nítida entre, de um lado, a área de *compliance* (enquanto actividade administrativa de fiscalização do cumprimento de regras jurídicas) e, de outro lado, a avaliação das práticas livremente assumidas pelas empresas em matéria de governação.

C.

Um importante contributo do presente Relatório consiste na criação de um Índice de acolhimento das recomendações sobre o governo das sociedades em Portugal, a que se deu o nome de Índice Católica Lisbon/AEM.

A média do Índice Católica Lisbon/AEM atinge o valor 9.124 este ano, num máximo de 10.000.

Pode, por este motivo, afirmar-se que, em média, o grau de acolhimento das recomendações de governo societário por sociedades cotadas nacionais é bastante elevado.

D.

Outro dos relevantes contributos do presente Relatório decorre da construção de um *Rating* de Governo Societário, apelidado *Rating* Católica Lisbon/AEM.

Este assenta numa notação em oito classes, de D (*rating* mínimo) a AAA (*rating* máximo).

A aplicação desta classificação de *rating* revelou os seguintes resultados: nenhuma das empresas analisadas se situou nas classes mais baixas, D e C, e apenas 2 caem na classe CC.

Por seu turno, 82,9% das sociedades cotadas registam classificações de AAA a A. Note-se, ainda, que 26,8% das empresas obtêm a classificação máxima, AAA, um resultado muito satisfatório.

E.

No tocante à análise das variáveis explicativas dos níveis de acolhimento de orientações de bom governo societário, constatou-se que, de um lado, as empresas que integram o índice PSI 20, e que simultaneamente têm maior dimensão, mais receitas e dispõem de mais liquidez gerada em bolsa, apresentam um maior grau de acolhimento das recomendações de governo societário.

Este resultado confirma que uma maior exposição ao mercado de capitais se traduz num melhor acolhimento do código de governação societário.

F.

Merece ser sublinhado que, além de dar a conhecer uma continuada evolução positiva no grau de acolhimento das recomendações de governo societário, este ano é permitido concluir que o presente ciclo de estudos se revela igualmente apto a influir na conformação das melhores práticas de *Corporate Governance*.

G.

O presente Relatório é o primeiro realizado com referência ao Código de Governo das Sociedades de 2013 da CMVM, cabendo reflectir sobre as orientações de política regulatória que este documento recomendatório corporiza.

De um lado, deve recordar-se que, desde 2011, é apontada uma densidade recomendatória excessiva do sistema jurídico nacional, que em muitos casos não encontra correspondência com os *benchmarks* internacionais.

Importa salientar, a este propósito, que a versão actual do Código de Governo da CMVM reduz significativamente o número de recomendações.

É igualmente sintomático que entre as recomendações suprimidas se contem 12 recomendações às quais foi apontado por estes estudos um relevo nulo, segundo o seu acolhimento em *benchmarks* internacionais.

Por último, também desde o início deste ciclo de relatórios que se diagnosticou que as recomendações múltiplas do código exibem um efeito perverso e implicam um enviesamento negativo na fiscalização das recomendações.

Mostra-se relevante indicar que, no mesmo processo de consulta pública, a CMVM informou ter a intenção de proceder ao desdobramento de algumas recomendações mais extensas e de conteúdo múltiplo em recomendações individuais.

Todavia, mesmo na versão actual do Código de Governo das Sociedades da CMVM persistem várias recomendações múltiplas.

Lista das Sociedades Incluídas no Estudo

Altri, S.G.P.S., S.A.

Banco BPI, S.A.

Banco Comercial Português, S.A.

Banif – S.G.P.S., S.A.

Cimpor - Cimentos de Portugal, S.G.P.S., S.A.

Cofina, S.G.P.S., S.A.

Compta - Equipamentos e Serviços de Informática, S.A.

Corticeira Amorim, S.G.P.S., S.A.

CTT – Correios de Portugal, S.A.

EDP - Energias de Portugal, S.A.

EDP Renováveis, S.A.

Estoril Sol – S.G.P.S., S.A.

F.Ramada - Investimentos, S.G.P.S., S.A.

Galp Energia, S.G.P.S., S.A.

GLINTT – Global Intelligent Technologies, S.G.P.S., S.A.

Grupo Média Capital, S.G.P.S., S.A.

Grupo Soares da Costa, S.G.P.S., S.A.

Ibersol, S.G.P.S., S.A.

Imobiliária Construtora Grão Pará, S.A.

Impresa, S.G.P.S., S.A.

Inapa - Investimentos, Participações e Gestão, S.A.

Jerónimo Martins – S.G.P.S., S.A.

Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, S.A.

Martifer – S.G.P.S., S.A.

Mota-Engil, S.G.P.S., S.A.

Novabase – S.G.P.S., S.A.

Portucel - Empresa Produtora de Pasta de Papel, S.A.

Reditus – S.G.P.S., S.A.

REN - Redes Energéticas Nacionais, S.G.P.S., S.A.

SAG GEST – Soluções Automóvel Globais, S.G.P.S., S.A.

Semapa - Sociedade Investimento e Gestão, S.G.P.S., S.A.

Sociedade Comercial Orey Antunes, S.A.

Sonae – S.G.P.S., S.A.

Sonae Capital, S.G.P.S., S.A.

Sonae Indústria, S.G.P.S., S.A.

SONAECOM – S.G.P.S., S.A.

Sumol + Compal, S.A.

Teixeira Duarte - Engenharia e Construções, S.A.

Toyota Caetano Portugal, S.A.

VAA - Vista Alegre Atlantis, S.G.P.S., S.A.

**Zon Multimédia – Serviços de Telecomunicações e Multimédia,
S.G.P.S., S.A.**

**A “Bold”, empresas associadas da AEM
objecto de análise no presente Relatório.**

ANEXO B: Resultados da Estimação Econométrica

O modelo escolhido para explicar o comportamento do Índice Católica Lisbon/AEM (IND), foi

$$IND_i = \beta_1 + \beta_2 R_i + \beta_3 PSI_i + \beta_4 AS_i + \beta_5 HC1_i + e_i$$

em que R são as receitas da empresa, PSI é uma variável qualitativa que indica que a empresa a pertence ao PSI, AS é uma variável qualitativa que indica que o modelo de governação adoptado pela empresa é o modelo anglo-saxónico e HC1 é uma variável qualitativa usada para identificar as empresas construtoras com pior performance.

O modelo acima apresentado foi estimado pelo método dos mínimos quadrados usando dados para a amostra de 41 empresas incluídas no estudo. A escolha deste método foi validada pelos testes de endogeneidade realizados.

A escolha deste método foi validada pelos testes de endogeneidade realizados.

Tendo sido detectada a presença de heterocedasticidade, apresentam-se os desvios padrão robustos.

Em baixo, apresentam-se os resultados obtidos com a especificação seleccionada.

Equation 1
=====

Dependent variable: IND
Current sample: 1 to 41
Number of observations: 41

Mean of dep. var. = 9124.01	LM het. test = .022389 [.881]
Std. dev. of dep. var. = 610.681	Durbin-Watson = 1.96204 [<.688]
Sum of squared residuals = .841911E+07	Jarque-Bera test = 2.21631 [.330]
Variance of residuals = 233864.	Ramsey's RESET2 = 4.06999 [.051]
Std. error of regression = 483.595	F (zero slopes) = 6.94650 [.000]
R-squared = .435613	Schwarz B.I.C. = 318.225
Adjusted R-squared = .372903	Log likelihood = -308.942

Variable	Estimated Coefficient	Standard Error	t-statistic	P-value
C	8949.47	101.585	88.0982	[.000]
R	.263944E-04	.153408E-04	1.72054	[.094]
PSI	350.397	173.718	2.01705	[.051]
AS	214.071	180.961	1.18297	[.245]
HC1	-1070.16	373.421	-2.86584	[.007]

Standard Errors are heteroskedastic-consistent (HCTYPE=2).

Bibliografia Relevante

Abreu, J. Coutinho de (2006), “Governança das Sociedades Comerciais”, Coimbra.

Alves, C./ V. Mendes (2001), “Corporate Governance Policy and Company Performance: The Portuguese Case”, *Corporate Governance* Vol. 12 n.º 3 (2004), 290-301.

Alves, C./ V. Mendes (2009), “The Portuguese Governance Codes as Factor of Change in Rules and Practises” in *Codes of Good Governance around the World*, ed F. Lopez Iturriaga, Nova Science Publishers.

Bebchuk, Lucian/ Alma Cohen/ Allen Ferrell (2009), “What Matters in Corporate Governance?”, *Review of Financial Studies* 22, 783-827.

Bhagat, S./ B. Bolton (2008), “Corporate Governance and Firm Performance”, *Journal of Corporate Finance*, 14 (3) 257-273.

Bhagat, S./ B. Bolton/ R. Romano (2007), “The Promise and Peril of Corporate Governance Indices” John M. Olin Center for Studies in Law, Economics, and Public Policy, Research Paper No. 367, published by ECGI - Law Working Paper No. 89/2007.

Bianchi, Marcello/ Ciavarella, Angela/ Novembre, Valerio/ Signoretti, Rossella (2010), “Comply or Explain? Investor Protection Through Corporate Governance Codes”, ECGI - Finance Working Paper No. 278/2010, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1581350>.

Blass, A./ Y. Yafeb/ O. Yosha (1998) “Corporate Governance in an Emerging Market: The Case of Israel”, *Journal of Applied Corporate Finance* Vol, 10 n. 4 (1998), 79-89.

Câmara, P. (2002), “Códigos de Governo das Sociedades, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários n.º 15, 65-90; também publicado nos Cadernos de Auditoria Interna, ed. Banco de Portugal, Ano 6 n.º 1 (Outubro 2003), 6-51.

Câmara, P. (2007), “Modelos de Governo das Sociedades Anónimas”, em *Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raul Ventura. A Reforma do Código das Sociedades Comerciais*, (2007), 197-258 = *Reformas do Código das Sociedades*, ed. IDET, Almedina (2007), 179-242.

Câmara, P. et al. (2011), “O Governo das Organizações. A Vocação Universal do Corporate Governance”, Almedina, Coimbra.

Câmara, P. et al. (2012), “Código do Governo das Sociedades Anotado”, Almedina, Coimbra.

Câmara, P. (2013), “Corporate Governance de 2013 a 2023: Desafios e Objetivos”, em *Emergência e Futuro do Corporate Governance em Portugal*. Volume comemorativo do 10.º aniversário do IPCG (2013)

Cordeiro, A. Menezes (2007), “Governo das Sociedades: A flexibilização da Dogmática Continental”, em *Homenagem da Faculdade de Direito de Lisboa ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles, 90 Anos*, 91-103.

Davies, Paul L./ Hopt, Klaus J./ Ferrarini, Guido A./ Pietrancosta, Alain/ Skog, Rolf Skog/ Soltysinski, Stanislaw/ Winter, Jaap W/ Wymeersch, Eddy O. (2011), *European Company Law Experts' Response to the European Commission's Green Paper 'The EU Corporate Governance Framework'*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1912548>

De Cleyn, Sven H. (2008) “Compliance of Companies with Corporate Governance Codes: Case Study on Listed Belgian SMEs”. *Journal of Business Systems, Governance and Ethics*, Vol. 3 n.º 1.

Kohl, Christian R. G./ Rapp, Marc Steffen/ Wolff, Michael (2011), “Kodexakzeptanz 2011: Analyse Der Entsprechenserklärungen Zum Deutschen Corporate Governance Kodex”, *Der Aufsichtsrat*, 2011.

Larcker, David/ Brian Tayan (2011), “Corporate Governance Ratings” in *Corporate Governance Matters – A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences*, FT Press, New Jersey

MacNeil, Iain/ Li, Xiao (2005), “Comply or Explain: Market Discipline and Non-Compliance with the Combined Code”, disponível em <http://ssrn.com/abstract=726664>.

OECD/ Corporate Governance Committee (2011), “Peer Review. Board Practices: Incentives and Governing Risks”.

Riskmetrics (2009), “Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States”.

Seibert, U. (1999), “OECD Principles of Corporate Governance – Grundsätze der Unternehmensführung und Kontrolle für die Welt”, *AG 8/99*, 337-339.

© Centro de Estudos Aplicados – CATÓLICA-LISBON School of Business & Economics

Governo das Sociedades em Portugal 2014

Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações e Índice e Rating de Governo Societário

O presente Relatório foi realizado, pelo quarto ano consecutivo, pela Universidade Católica Portuguesa, a pedido da AEM – Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado, tendo sido conduzido no âmbito do CEA – Centro de Estudos Aplicados da CATÓLICA-LISBON School of Business & Economics.

A produção deste Relatório contou com o apoio da Euronext Lisbon

Dezembro de 2014

Todos os Direitos Reservados

Centro de Estudos Aplicados da CATÓLICA-LISBON School of Business & Economics

<http://www.clsbe.lisboa.ucp.pt/site/custom/template/fceetplgeneric.asp?sspagelD=432&lang=1>

AEM - Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado

www.emitentes.pt