



ASSOCIAÇÃO DE EMPRESAS EMITENTES DE VALORES COTADOS EM MERCADO

**RESPOSTA À CONSULTA PÚBLICA PROMOVIDA PELA COMISSÃO EUROPEIA SOBRE  
O LIVRO VERDE EM MATÉRIA DO GOVERNO DAS SOCIEDADES**

***(The EU corporate governance framework, COM(2011) 164)***

**JUNHO 2011**

## § 1.º INTRODUÇÃO

1. A AEM agradece a oportunidade para comentar o processo de consulta promovido pela Comissão Europeia sobre o Livro Verde em matéria do governo das sociedades (*The EU corporate governance framework*, COM(2011) 164).

Os temas relacionados com o governo das sociedades reputam-se da maior importância para esta associação, na medida em que a AEM representa as sociedades emittentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal.

Actualmente com 30 associados, a AEM representa, nomeadamente, o conjunto das sociedades cotadas integrantes do índice bolsista português mais importante – o PSI-20 – e assume uma voz activa na discussão de processos regulatórios e na preparação de projectos normativos que as afectem.

2. O presente documento encontra-se estruturado de modo a apresentar preliminarmente observações gerais sobre o texto da consulta pública (§ 2.º). Seguidamente serão expostos os nossos comentários sobre cada uma das propostas apresentadas (§ 3.º).

## § 2.º OBSERVAÇÕES GERAIS

3. O governo das sociedades não se reconduz apenas ao sistema de regras jurídicas, envolvendo igualmente o acervo de *práticas* ligadas à direcção e ao controlo societário.

Na regulação desta matéria, como, aliás, na regulação em geral, deve, assim, manter-se um equilíbrio adequado entre o espaço de autonomia de cada organização societária, a competitividade do mercado e a intervenção legislativa, ou regulamentar, a qual deve confinar-se a uma função residual e excepcional em benefício do bom desenvolvimento do mercado de capitais.

4. Nestes termos, constitui firme convicção da AEM que, nesta matéria, tanto ao nível europeu como, principalmente, em Portugal, onde já se verifica uma situação de sobrepeso regulatório, é imprescindível diminuir a actual carga regulatória sobre os regulados e evitar que o espaço auto-conformador dos emittentes cotados seja adicionalmente tolhido.

De facto, em Portugal, não só não se divisa a necessidade de uma nova investida regulatória na área do *corporate governance*, como, principalmente, não se encontra oportunidade em tal possível iniciativa.

Esta orientação é suportada pela suficiência, e talvez excesso, das regras legais já vigentes em Portugal, cumprindo enfatizar que numa avaliação recente realizada pela OCDE, o sistema português de *corporate governance* foi considerado bastante evoluído<sup>1</sup>.

Este resultado positivo deve creditar-se, inteiramente, às sociedades cotadas portuguesas – empresas que têm desenvolvido um esforço sistemático de aprimoramento das práticas de governo, na linhas dos melhores padrões internacionais.

Neste contexto, pode afirmar-se que a experiência portuguesa ilustra como um equilíbrio adequado entre regras obrigatórias e recomendações serve os objectivos de uma governação societária robusta mas demonstra, igualmente, como um excesso regulatório pode conduzir a custos e prejuízos excessivos para as empresas emitentes sem correspondência em benefícios concretos para os accionistas e investidores.

5. Tendo como pano de fundo este contexto, a AEM regista, com preocupação, o intuito de fundo subjacente ao documento de consulta pública no sentido de uma possível maior intervenção legislativa na área do *corporate governance*.

Neste ponto, importa ter presente que, de acordo com o artigo 5.º do Tratado da União Europeia, a intervenção legislativa comunitária está subordinada ao princípio de subsidiariedade e ao princípio de proporcionalidade. A aprovação de textos legislativos europeus, sob a forma de Regulamento, Directiva ou Recomendações, deve, pois, ser precedida de uma demonstração da respectiva necessidade e deve limitar-se à intervenção mínima para resolver falhas no funcionamento do mercado único comprovadamente detectadas.

Ora, o enquadramento comunitário já conhece um acervo significativo de textos legislativos e recomendatórios com relevo na área do governo das sociedades. Tal elenco consta, aliás, do Anexo 2 ao Livro Verde.

Assim, e salvo acertos de pormenor, este acervo de textos comunitários deve, em geral, considerar-se suficiente.

E, em qualquer caso, nestes domínios, um avanço legislativo da União Europeia apenas deve incidir em áreas nas quais estudos de custos/ benefícios demonstrem um saldo inequivocamente positivo.

---

<sup>1</sup> OECD/CORPORATE GOVERNANCE COMMITTEE, *Peer Review, Board practices: Incentives and governing risks*,

6. A AEM rejeita igualmente uma tendência de extensão acrítica para as sociedades cotadas de algumas das indicações recentemente projectadas ou aprovadas para serem aplicáveis às instituições financeiras, as quais, aliás, e à semelhança do restante acervo legislativo/regulatório aqui em causa, carecem de uma indispensável futura revisão quanto à sua conformidade e adequação.

A generalidade destas indicações – *maxime*, sobre remuneração e sobre sistemas de gestão de riscos – foram desenhadas como resposta à crise financeira internacional e devem-se às especificidades das instituições financeiras de grande porte e à percepção de que as falhas de governação nestas podem ser causadoras de perturbações sistémicas (percepção que, sendo válida num certo plano internacional, não encontra correspondência, nem em termos de dimensão nem no que respeita à concreta experiência vivida, no caso português).

Como resulta claro, estas considerações não são transponíveis para o âmbito directamente visado por este Livro Verde de 2011.

7. Estas iniciais conclusões, aliás, têm sido objecto de larga concordância por parte de todos os grupos de peritos constituídos sob mandato da Comissão Europeia para tratamento desta matéria. Quer o estudo comparativo encomendado em 2002, quer o Relatório do Grupo de Peritos coordenado por Jaap Winter, do mesmo ano, concluíram no sentido de ser desaconselhável uma harmonização europeia de larga escala no âmbito do governo das sociedades<sup>2</sup>.

As mesmas orientações foram recentemente sufragadas através de um estudo encomendado pela Comissão Europeia a um Grupo de Reflexão sobre Direito das Sociedades divulgado em Abril de 2011.

Segundo as recomendações formuladas por este relevante estudo, a harmonização europeia na área do direito das sociedades deve ser invariavelmente precedida de uma avaliação do impacto, com observância do princípios de proporcionalidade e de subsidiariedade. O mesmo documento concluiu que a harmonização europeia deve *respeitar os sistemas de governo societário nacionais e deve orientar-se por uma tendência em direcção a uma maior flexibilidade e liberdade de escolha, designadamente quanto à distribuição interna de poderes*<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> WEIL, GOTSHAL & MANGES, *Comparative Study of Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its Member States*, (2002); HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report*, Brussels, (Nov.-2002).

<sup>3</sup> EUROPEAN COMMISSION/ INTERNAL MARKET AND SERVICES, *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, (5-Ab.- 2011), 7-52, 76.

8. Em obediência com estas indicações, não pode, designadamente pôr-se em crise o princípio de *comply or explain*, que consubstancia o legado europeu mais relevante na matéria da governação societária – e que deve ser preservado enquanto tal. Trata-se de uma técnica legislativa bastante eficaz, que obriga à prestação de informação quanto às escolhas de governação de cada sociedade, ao mesmo tempo que salvaguarda um grau equilibrado de flexibilidade e de adequação das recomendações.

9. Estas considerações apresentam particular oportunidade no momento actual, em que Portugal, à semelhança de outros países europeus, atravessa uma crise financeira que obrigou nomeadamente, a um pedido de financiamento do Estado português ao Fundo Europeu de Estabilização Financeira, apresentado em Abril de 2011.

O sistema jurídico português foi, nesse âmbito, sujeito a uma avaliação rigorosa, empreendida pelo FMI, pela Comissão Europeia e pelo Banco Central Europeu, sem que tivesse sido detectada alguma falha no sistema de governação de sociedades cotadas.

No momento actual, mostra-se, assim, especialmente imperioso evitar um sobrepeso regulatório que se prefigure em detrimento da competitividade das empresas e da sua capacidade de gerar crescimento económico, emprego e progresso social.

10. De facto, uma situação de acrescido sobrepeso regulatório, a qual, indubitavelmente, colocará as empresas emitentes numa posição desvantajosa, em relação aos seus concorrentes, unicamente por emitirem valores mobiliários em mercado aberto, aumenta exponencialmente o risco de estas empresas deixarem de proceder a essa emissão de valores em mercado aberto.

Um tal cenário, reduziria drasticamente as oportunidades de investimento ao dispor dos investidores, dificultando a circulação de capital, afectando de forma extremamente significativa a obtenção de financiamento pelas empresas e, entre outros efeitos, retardando as perspectivas de crescimento do espaço europeu.

De igual modo, e conforme se tem observado em Portugal, o sobrepeso regulatório pode ter um impacto não despidendo na redução do número de entradas de novas empresas no mercado de capitais.

Não deve nunca perder-se de vista que a discussão de qualquer temática atinente ao mercado de capitais, consubstancia, inevitavelmente, uma discussão sobre o

processo de financiamento das empresas que é fruto das decisões informadas dos investidores.

Neste contexto, compreende-se que este processo deva decorrer da forma mais transparente, mas também mais flexível possível; ao legislador cabe, portanto, assegurar a necessária e adequada transparência, sem derivas *voyeurísticas* ou violações injustificadas e moralmente não legitimadas, de princípios seculares de privacidade, simultaneamente evitando criar medidas que se afastem dos (ou dificultem os) interesses comuns das partes envolvidas ou que criem fardos injustificados e demasiado pesados para as empresas emitentes as quais não devem, em nenhum caso, ser prejudicadas pelo simples facto da sua decisão de emissão de valores em mercado aberto.

**10. Face ao exposto, julgamos que fica suficientemente enunciada a posição de fundo da AEM, melhor consubstanciada, a seguir, nos comentários sobre cada uma das propostas apresentadas.**

**Este é o tempo de avaliar os custos e benefícios decorrentes das regras e recomendações vigentes, o tempo de promover a estabilidade no enquadramento jurídico aplicável às sociedades emitentes e aos seus accionistas, o tempo de promover o indispensável, e tantas vezes esquecido, equilíbrio entre regulação e competitividade do mercado; este não é o tempo para novas investidas regulatórias, em particular, que possam ter impacto em Portugal, onde o sobre peso regulatório é já excessivo e prejudicial para o bom desenvolvimento do mercado de capitais.**

### § 3.º COMENTÁRIOS ÀS PROPOSTAS

#### 1. Relevância da dimensão das sociedades cotadas

*(1) Should EU corporate governance measures take into account the size of listed companies? How? Should a differentiated and proportionate regime for small and medium-sized listed companies be established? If so, are there any appropriate definitions or thresholds? If so, please suggest ways of adapting them for SMEs where appropriate when answering the questions below.*

10. A área do governo das sociedades tem sido consabidamente um reduto no qual a generalização de soluções é desaconselhada, em benefício de indicações que

atendam, de modo proporcional, à dimensão, estrutura e tipo de riscos de cada empresa visada (*one size does not fit all*).

11. Em Portugal, são diversos os modos de atender à dimensão das sociedades afectadas por prescrições de governo societário. As exigências de independência dos membros de órgãos de fiscalização e dos membros da mesa da assembleia geral figuram como exemplos de exigências que não se impõem a empresas fechadas de pequena dimensão. Em geral, no Direito português, as empresas de menor dimensão beneficiam de um maior número de normas permissivas; e são afectadas por um menor número de normas de cariz injuntivo.

Soma-se que o Código das Sociedades Comerciais faculta três diferentes modelos de governo, os quais por seu turno comportam diversos sub-modelos – sendo por isso ampla a margem de escolha na configuração da estrutura de governação de cada sociedade, de acordo com a respectiva dimensão.

Por último, a filosofia de *comply or explain* faculta uma adaptação directa das recomendações à dimensão de cada sociedade cotada – na medida em que esta pode invocar a inaplicabilidade de certas indicações em função da sua reduzida dimensão.

12. A AEM entende que o modelo *comply or explain* representa a técnica legislativa mais adequada para atender a sociedades com diferentes portes.

Esta técnica foi acolhida de modo directo na Directiva 2006/46/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006, que alterou a 4.<sup>a</sup> e 7.<sup>a</sup> Directivas em matéria de Direito das sociedades. Esta Directiva inseriu um novo art. 46.<sup>o</sup>-A na 4.<sup>a</sup> Directiva de Direito das sociedades (Directiva 78/660/CEE do Conselho, relativa às contas anuais de certas sociedades), o qual obriga as sociedades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado a incluir nos relatórios anuais uma declaração sobre o governo societário - fazendo referência ao código de governo a que a sociedade se encontra sujeita ou que tenha decidido aplicar voluntariamente e, bem assim, caso haja divergências em relação a esse código, a sociedade deve explicitar quais as partes do código de que diverge e explicitar a sua divergência.

13. O princípio de *comply or explain* apresenta grandes vantagens, cuja reconstrução se mostra útil neste contexto.

O sistema de *comply or explain* é bastante eficaz, na medida em que obriga à prestação de informação quanto às escolhas de governação de cada sociedade, ao

mesmo tempo que salvaguarda um grau equilibrado de flexibilidade e de adequação das recomendações.

Trata-se de uma técnica legislativa que se adapta a sociedades de diferentes dimensões e a diferentes exigências regulatórias – e que por isso se mostra flexível – mas ao mesmo tempo reveste a necessária eficácia, porquanto as empresas cotadas sentem um incentivo forte a situar-se no ranking das mais cumpridoras. Além disso, pode ser articulado com códigos nacionais de governação, que são adaptados às especificidades da cultura societária de cada sistema jurídico europeu.

Revela-se, por este motivo, fundamental preservar este legado da tradição europeia, bem como, neste ponto específico, evitar novas intervenções regulatórias excepto nos casos em que a avaliação dos regimes jurídicos vigentes, à luz de indispensáveis análises de custo-benefício, suscite a redução ou supressão de normativos, no contexto da revisão da regulamentação em vigor.

## **2. Governo das sociedades fechadas**

*(2) Should any corporate governance measures be taken at EU level for unlisted companies? Should the EU focus on promoting development and application of voluntary codes for non-listed companies?*

14. Em Portugal, vigoram regras sobre governo societário estabelecidas no Código das Sociedades Comerciais – e que, enquanto tal, se aplicam a sociedades anónimas, sejam estas fechadas ou abertas. A título de exemplo, a lei societária consagra regras sobre deveres fiduciários dos administradores e dos membros de órgãos de fiscalização, modelos de governo e competências dos órgãos sociais.

Deixando de lado este aspecto, as preocupações conexas com esta matéria têm sido dirigidas de modo criterioso para as entidades que inspirem preocupações ligadas ao interesse público. De facto, apenas existem recomendações sobre governo societário dirigidas às instituições seguintes:

- sociedades cotadas (Código de Governo das Sociedades, cuja última versão é datada de 2010);
- instituições de crédito (Carta-Circular n.º 2/2010/DSB do Banco de Portugal)
- seguros, empresas de resseguros e empresas gestoras de fundos de pensões (Circular n.º 5/2009, de 19 de Fevereiro, que contém “Recomendações de Governo Societário” relativas aos órgãos de administração e fiscalização das empresas de seguros ou resseguros e a Circular n.º 6/2010, de 1 de Abril, sobre a Política de



Remuneração das Empresas de Seguros ou Resseguros e Sociedades Gestoras de Fundos de Pensões);

- empresas públicas (Resolução do Conselho de Ministros n.º 49/2007).

15. Neste campo, mostra-se importante salvaguardar a proporcionalidade da aplicação das regras às entidades visadas.

Assim, parece que apenas para instituições financeiras e empresas públicas (*state-owned companies*) se justificaria a existência de regras jurídicas relacionadas com o governo societário (matéria que, contudo, quanto às primeiras, no caso português, se encontra suficientemente acautelada no Código das Sociedades Comerciais).

Quanto às restantes, os esforços de promoção de boas práticas de governação de sociedades fechadas devem centrar-se em iniciativas de natureza recomendatória, que confiem um espaço suficientemente amplo à iniciativa e autonomia destas empresas. Tais iniciativas podem, aliás, desenvolver-se ao nível nacional, e não necessariamente ao nível europeu.

Em particular, deverá ter-se em consideração que, no caso das empresas não cotadas, a *corporate governance* poderá funcionar como uma ferramenta importante para o crescimento sustentável das empresas nacionais, enquadrando e disciplinando a respectiva actividade, desde que com respeito pela sua diferente dimensão, estrutura, complexidade, sector de actividade e grau de abertura, contribuindo, designadamente, para a atracção de investidores e para a resolução de eventuais problemas de governação.

Sem prejuízo, rejeita-se qualquer iniciativa de extensão acrítica, para as sociedades não cotadas, das regras e recomendações vigentes para as sociedades cotadas, enquanto as mesmas não forem objecto de revisão e reavaliação à luz de critérios custo-benefício.

### **3. Separação das funções entre Presidente do órgão de administração e Presidente da comissão executiva**

*(3) Should the EU seek to ensure that the functions and duties of the chairperson of the board of directors and the chief executive officer are clearly divided?*

16. No Código de Governo societário português, não se preconizou como recomendada a separação de funções entre o Chairman e o CEO. Na sua versão actual, o Código indica que caso o presidente do conselho de administração exerça funções executivas (resultado que as recomendações admitem como legítimo), *o conselho de administração deve encontrar mecanismos eficientes de coordenação dos trabalhos dos membros não executivos, que designadamente assegurem que estes podem decidir de forma independente e informada (II.2.3.)*.

Além disso, o Código das Sociedades não separa, de um lado, poderes de gestão de, de outro lado, administração estratégica da sociedade - englobando ambas as vertentes na vocação funcional da administração (arts. 405.º e 406.º CSC).

17. A AEM crê que a orientação vigente em Portugal quanto a esta matéria é fundamentalmente correcta - e não vislumbra vantagem na imposição ou sequer na recomendação de separação de funções entre o presidente do conselho de administração e o presidente da comissão executiva. As razões para esta posição são múltiplas, e deixam-se abaixo expostas.

18. As razões que subjazem às orientações de separação entre o *Chairman* e o CEO constituem razões específicas de certas jurisdições - e mormente dos ordenamentos jurídicos anglo-saxónicos que de mais de perto a justificam: a pulverização do capital social da estrutura societária típica nesses países; o protagonismo do CEO - especialmente na tradição norte-americana, e a concentração no conselho de administração de funções de fiscalização (*monitoring*). Neste contexto, a separação entre *chairman* e *chief executive officer (CEO)* é frequentemente recomendada com o objectivo de repartir centros de decisão e de controlo (*checks and balances*), dada a conveniência de uma separação entre a liderança da gestão corrente (*management*) e a administração estratégica (*monitoring*).

Estes motivos não podem ser transpostos para todos os sistemas jurídicos europeus - e mostram-se particularmente desajustados em relação ao contexto português.

Em Portugal, tal como na generalidade dos países da Europa continental, as sociedades cotadas têm accionistas de referência (*block-holders*) e as funções de fiscalização são confiadas a órgãos distintos e autónomos do conselho de administração. Vigora, além disso, um regime de solidariedade na responsabilidade civil por actos praticados pela administração.

Por último, a presidência da mesa da assembleia geral, ao invés de ser competência do presidente do órgão de administração, é atribuída a um órgão próprio - o presidente da mesa - , que nas sociedades cotadas está sujeito a exigências redobradas de independência<sup>4</sup>.

19. A crescer, não pode cair-se na tentação de se apresentar este modelo de separação entre *Chairman* e CEO sob a aura da infalibilidade.

Com efeito, subsistem riscos conhecidos de desagregação de liderança, caso haja uma divisão pouco nítida entre o espaço decisório de cada um destes protagonistas societários.

Soma-se que se mostram igualmente desaconselháveis as versões pervertidas do modelo, como o são as concepções de uma presidência societária sub-utilizada ou majestática.

A separação entre funções dirigentes pode revelar-se claramente desadequada em sociedades de pequena dimensão, por ser ainda susceptível de implicar um número de administradores desproporcionadamente elevado.

20. A este propósito, é revelador que o recente *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* norte-americano de 2010 (na gíria cunhado abreviadamente como Dodd-Frank Act) – sem proibir nem recomendar qualquer modelo – se limita a obrigar a revelar se há coincidência entre *chairman* e CEO e impõe a divulgação das razões por que tal opção é ou não é perfilhada<sup>5</sup>. Trata-se de uma orientação que, neste ponto, se revela ajustada.

#### 4. Política de diversidade

*(4) Should recruitment policies be more specific about the profile of directors, including the chairman, to ensure that they have the right skills and that the board is suitably diverse? If so, how could that be best achieved and at what level of governance, i.e. at national, EU or international level?*

21. O sistema jurídico português não recomenda nem impõe qualquer medida relacionada com a diversidade do órgão de administração, mas impõe deveres fiduciários de conteúdo bastante amplo. Exigências de idoneidade quanto a

---

<sup>4</sup> Artigo 374.º-A do Código das Sociedades Comerciais.

<sup>5</sup> Section 972 do *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010.

membros de administração apenas são impostas a instituições financeiras e seguradoras.

22. Julga-se que esta orientação é fundamentalmente correcta e suficiente.

Crê-se ser relevante que os membros da administração reúnam o perfil necessário para o exercício das suas funções. Essa é, porém, uma avaliação que compete em primeira linha aos accionistas – salvo se estiverem em causa instituições financeiras (único caso em que, na avaliação de *fitness and propriety*, podem cruzar-se considerações prudenciais de interesse público).

O mesmo se dirá, *mutatis mutandis*, quanto à diversidade de valências dos titulares do órgão de administração.

Com base na literatura empírica conhecida, a AEM considera que o aumento da diversidade ao nível da administração é susceptível de alargar o âmbito disponível de perspectivas sobre os temas em decisão e, desse modo, contribuir para uma maior eficácia dos processos de decisão.

A este nível, porém, face ao estado actual da investigação sobre o tema, reputa-se mais relevante a diversidade de valências profissionais (combinação de *backgrounds* profissionais, de modo a cobrir todas as necessidades funcionais de gestão da empresa) do que a diversidade de diferente natureza, como a diversidade étnica, de nacionalidade ou de género.

23. Em qualquer caso, ambos os temas são melhor definidos a nível nacional, e não ao nível europeu.

Há que ter em conta a especificidade do tecido empresarial existente em cada Estado e, bem assim, o mercado de contratação disponível quanto a potenciais gestores.

Também nesta matéria, não pode perder-se de vista o princípio de interdição de generalização de soluções: *one size does not fit all*.

## **5. Divulgação de informação sobre política de diversidade**

*(5) Should listed companies be required to disclose whether they have a diversity policy and, if so, describe its objectives and main content and regularly report on progress?*

24. Actualmente, em Portugal nenhuma lei ou recomendação prescreve a divulgação de informação sobre política de diversidade. Em momento algum se sentiu haver vantagem na alteração deste quadro.

A exigência de informação relacionada com o governo societário justifica-se quando exista uma falha de mercado que imponha uma correcção ao nível regulatório.

Não se vislumbra tal necessidade neste caso.

## 6. Dever de preservação de equilíbrio de género no órgão de administração

*(6) Should listed companies be required to ensure a better gender balance on boards? If so, how?*

25. O bom governo das sociedades é, por natureza e definição, intrinsecamente meritocrático.

Com vista a alcançar os melhores resultados nas organizações, procura maximizar os mecanismos de sindicabilidade interna dos dirigentes, mormente graças a deveres de informação, regras sobre destituição e incentivos remuneratórios adequados.

Deste ponto de vista, essencial na governação societária é a distinção entre os gestores mais talentosos e os gestores incompetentes ou indolentes, reservando os prémios de desempenho aos primeiros, na lógica de propiciar um estímulo à proporcionalidade entre retribuição e desempenho - *pay for performance* - e para, em simultâneo, contrariar prémios pelo insucesso (*rewards for failure*).

26. Ainda para contextualizar a análise, importa referir que, segundo as concepções europeias, o governo das sociedades assenta igualmente na primazia da vontade accionista (*shareholder primacy*).

As decisões mais relevantes nas sociedades são da competência da assembleia geral – o que inclui a competência para aprovar alterações aos estatutos, para deliberar processos de fusão, cisão e transformação e ainda, *last but not least*, para decidir a designação de administradores. Este vector do governo societário ampara-se na circunstância de os accionistas suportarem o risco da empresa, enquanto *residual claimants*.

27. Um eventual dever de contratação para membros de administração do género masculino ou feminino quebraria ambas as descritas traves mestras do governo societário europeu.

A um tempo, implicaria uma erosão clara na lógica meritocrática, ao favorecer a eleição não na base das competências, experiência e aptidões funcionais de cada indivíduo, mas com base no seu género.

Além disso, um sistema de contratação baseado no género poderia prejudicar a própria, e essencial, diversidade do órgão de administração, ao nível das respectivas valências profissionais e cultura empresarial, o que se mostra igualmente contrário ao princípio da designação por mérito.

Por outro lado, e esse parece ser o aspecto mais importante, uma solução deste tipo prejudicaria a competência dos accionistas para a designação de administradores – ao arrepio do princípio de liberdade de iniciativa económica, do princípio de propriedade privada e do princípio de proporcionalidade, todos com consagração na Constituição portuguesa. Dito de outro modo, um futuro acto comunitário sobre esta matéria seria susceptível de gerar uma contrariedade entre direito comunitário e direito constitucional que comportaria, por seu turno, fortes incertezas quanto ao direito aplicável, com prejuízo da segurança jurídica.

28. Na decisão pré-legislativa sobre as matérias que devem ser objecto de regulação do governo das sociedades, o critério essencial é o da correlação positiva entre as medidas preconizadas e a melhoria de desempenho empresarial. Sucede que, na aferição deste critério, a literatura empírica disponível revela que a diversidade de género no órgão de administração não conduz necessariamente a uma melhoria no desempenho das sociedades.<sup>6</sup> Os dados existentes, em termos de investigação científica, obrigam, pois, a secundarizar o relevo da diversidade de género na composição do órgão de administração, designadamente em comparação com outras fontes de diversidade, valências e cultura, negando pertinência a intervenções regulatórias ou sequer recomendatórias neste âmbito.

---

<sup>6</sup> O importante estudo de Adams/Ferreira (2008) demonstra que o efeito médio do impacto da diversidade de género no desempenho das empresas é negative (cfr. RENEE B. ADAMS/ DANIEL FERREIRA, *Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance* (2008), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1107721>). Outros estudos apresentam resultados semelhantes; cfr., por exemplo, SALIM DARMADI, *Do Women in Top Management Affect Firm Performance? Evidence from Indonesia* (2010), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1728572>.

29. Sem prejuízo, a AEM admite que possam existir situações de desigualdade de oportunidades em função do género; porém, entende que a sua correcção não deve ser feita com base em legislação europeia sobre governação societária.

Em suma: acima de tudo, a primazia da vontade accionista não deve nem pode ser aqui posta em causa.

São os accionistas quem deve avaliar qual o equilíbrio no órgão de administração que melhor serve cada empresa; não deve ser a lei ou os reguladores a substituírem-se aos accionistas neste juízo.

## 7. Limitação à acumulação de mandatos

*(7) Do you believe there should be a measure at EU level limiting the number of mandates a non-executive director may hold? If so, how should it be formulated?*

30. O direito português prescreve deveres de disponibilidade, enquanto manifestação dos deveres de cuidado dos administradores<sup>7</sup>. Embora daqui decorram implicitamente condicionamentos a uma acumulação excessiva de mandatos, não se impõem limites rígidos à acumulação de mandatos. Apenas na área bancária e seguradora, a autoridade de supervisão competente pode opor-se a que os membros dos órgãos de administração das sociedades anónimas e das mútuas de seguros exerçam funções de administração noutras sociedades, caso entenda que a acumulação é susceptível de prejudicar o exercício das funções que o interessado já desempenhe<sup>8</sup>. Tal não se aplica, porém, a sociedades em relação de domínio ou de grupo.

31. Entende-se, assim, que a genérica consagração de deveres de disponibilidade a cargo dos administradores se afigura suficiente para acautelar as preocupações reflectidas no Livro Verde.

Os limites à acumulação de mandatos correm um elevado risco de se revelarem desajustados, e devem sempre prever excepções para sociedades em relação de domínio ou de grupo e para sociedades de pequena dimensão.

Nestes termos, não existe, neste ponto, necessidade de intervenção legislativa.

---

<sup>7</sup> Artigo 64.º, n.º 1 Código das Sociedades Comerciais.

<sup>8</sup> Artigo 33.º RGIC e artigo 51.º-A do DL n.º 94-B/98, de 17 de Abril.

## 8. Avaliação externa

*(8) Should listed companies be encouraged to conduct an external evaluation regularly (e.g. every three years)? If so, how could this be done?*

32. Em Portugal, não existe o dever nem o hábito regular de recurso a serviços de consultoria para avaliação externa de práticas de governação.

Este constitui um tema que deve quedar-se de fora do âmbito de intervenções legislativas ou recomendatórias. As avaliações externas sobre governação constituem uma fonte de aumento de custos, que podem revelar-se desproporcionados em relação a sociedades de pequena ou média dimensão.

Além disso, as avaliações externas não são isentas de riscos.

De um lado, pode suscitar-se dúvidas quanto à distinção entre *avaliação de governação* e *avaliação das decisões de gestão*, não cabendo atribuir esta última a consultores. A título de exemplo, a pretendida avaliação sobre a qualidade da informação prestada pelos administradores executivos queda-se na perigosa linha de fronteira entre uma e a outra avaliação.

De outro lado, pode a este propósito suscitar-se conflito de interesses entre consultores e as sociedades cotadas – o que é particularmente problemático se os consultores acumulam as suas funções com lugares em órgãos de fiscalização ou em órgãos consultivos na sociedade.

33. A partir daqui, impõe-se concluir que a avaliação externa não deve, em caso algum, ser tornada obrigatória – sendo além disso duvidoso que haja fundamentos para a recomendar a todas as sociedades cotadas europeias.

Quanto ao governo de cada sociedade cotada, a avaliação mais relevante a fazer é a avaliação interna, por parte dos órgãos sociais, dos accionistas e dos demais actores societários, nesta se incluindo formas mitigadas de avaliação com alguns traços de “externalidade” como é o caso das actuações da responsabilidade do auditor externo e/ou do Conselho Fiscal, indissociavelmente ligadas à eficácia do sistema de governação.

## 9. Divulgação de política de remuneração e da remuneração individual

*(9) Should disclosure of remuneration policy, the annual remuneration report (a report on how the remuneration policy was implemented in the past year)*



*and individual remuneration of executive and non-executive directors be mandatory?*

34. Em Portugal, existe desde 2009 um dever de divulgação de uma declaração sobre política remuneratória, assim como a divulgação obrigatória da remuneração individual dos administradores de sociedades cotadas<sup>9</sup>.

Este último dever foi consagrado ao fim de uma discussão de oito anos, tendo por base a recomendação que vigorava para as sociedades cotadas.

35. A AEM revê-se nas tendências de um governo societário transparente, sempre que as mesmas apresentem resultados benéficos para os investidores e para os accionistas, e se revelem úteis para o bom desenvolvimento do mercado de capitais.

É facto, porém, que a divulgação individual de remunerações alimenta um fluxo mediático conduzido frequentemente em termos demagógicos e puramente *voyeurísticos*.

Neste contexto, e como demonstra a literatura empírica, a divulgação das remunerações individuais dos administradores de sociedades cotadas, apresenta, ainda, como consequência inadvertida, a de contribuir, por efeito da comparação entre salários de gestores, para uma pressão para o *aumento* dos níveis remuneratórios.

Termos em que se considera que a divulgação da remuneração individual dos administradores de sociedades cotadas não deve ser tornada obrigatória a nível europeu e que, em Portugal, os deveres de divulgação existentes em matéria de remuneração individual dos administradores de sociedades cotadas, e em relação aos quais não se vislumbram quaisquer vantagens concretas, deverão ser sujeitos a uma criteriosa apreciação dos respectivos custos/benefícios tendo em vista avaliar a razoabilidade da sua manutenção ou, no caso inverso, fundamentar a sua supressão.

## **10. Aprovação de política remuneratória (*say on pay*)**

*(10) Should it be mandatory to put the remuneration policy and the remuneration report to a vote by shareholders?*

---

<sup>9</sup> Lei n.º 28/2009, de 26 de Junho.

36. O sistema jurídico português prevê, desde 2009, um dever de apresentação anual à assembleia geral de uma declaração relativa à política remuneratória de sociedades cotadas e de outras entidades de interesse público<sup>10</sup>.

Tal complementa a competência assinalada à assembleia geral de fixação das remunerações<sup>11</sup> – competência essa que pode ser delegada a uma comissão de remunerações.

37. Para melhor apreciar este ponto, convém igualmente esclarecer que as soluções de *say on pay* procuram atingir três objectivos principais: promoção de troca de informação; legitimação de escolhas quanto à remuneração; e indução às melhores práticas.

Sucedem que, fazendo fé na literatura empírica disponível sobre o tema, o cumprimento destes objectivos situa-se aquém do esperado nos ordenamentos onde tem sido aplicado<sup>12</sup>. Em causa está sobretudo a insusceptibilidade de as soluções de *say on pay* lograrem impedir uma subida dos escalões remuneratórios praticados<sup>13</sup>.

Além disso, os mecanismos de *say on pay* apenas se justificam quanto servem de contrapeso à falta de escrutínio accionista sobre a fixação de remunerações, défice este que não é generalizado em todos os países europeus – e é, como notado, inexistente em Portugal.

Acresce que regras como a consagrada em Portugal podem contribuir perigosamente para a prevalência de uma perspectiva accionista de curto prazo pelo que uma solução semelhante à portuguesa deverá ser evitada a nível europeu (e, no caso português, impõe-se uma criteriosa apreciação dos respectivos custos/benefícios tendo em vista avaliar a razoabilidade da sua manutenção ou, no caso inverso, justificar a sua supressão).

## 11. Grau de risco

---

<sup>10</sup> Lei n.º 28/2009, de 26 de Junho.

<sup>11</sup> Ou ao conselho geral e de supervisão, no caso do modelo dualista (art. 429.º CSC).

<sup>12</sup> JEFFREY GORDON, “*Say on Pay*”: *Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-In*, ECGI Law WP n.º 117/2008 (2008); GUIDO FERRARINI/ NIAMH MOLONEY/ MARIA-CRISTINA UNGUREANU, *Understanding Directors’ Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis* (2009), ECGI Law WP n.º 126/2009 (2009), <http://ssrn.com/abstract=1418463>.

<sup>13</sup> FABRIZIO FERRI/ DAVID MABER, *Say on Pay Vote and CEO Compensation: Evidence from the U.K.*, (2011), disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1420394](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1420394).

*(11) Do you agree that the board should approve and take responsibility for the company's 'risk appetite' and report it meaningfully to shareholders? Should these disclosure arrangements also include relevant key societal risks?*

38. Concorda-se que deve haver uma orientação estratégica da administração em relação ao nível de risco incorrido.

Deve também ser prestada informação sobre riscos relevantes, como parte da informação necessária a uma correcta avaliação da sociedade cotada.

39. Subsistem, porém, dúvidas sobre a extensão a dar quanto a esta informação. De um lado, não podemos tratar empresas financeiras e não-financeiras de modo idêntico: quanto a estas últimas, as exigências informativas em matéria de risco devem ser mais comedidas. Por outro lado, apenas se justifica a prestação de informação sobre riscos que possam ter impacto relevante na estrutura financeira ou patrimonial da sociedade. Os riscos ambientais, por exemplo, podem não ser materiais em relação a uma clara maioria de sociedades cotadas. Existe, por isso, uma probabilidade de as soluções de cunho geral se revelarem inadequadas à maioria das sociedades envolvidas, pelo que as mesmas devem ser evitadas.

Nestes termos, também neste ponto específico, devem evitar-se novas intervenções regulatórias previamente à avaliação dos regimes jurídicos vigentes.

## **12. Eficácia do sistema de gestão de riscos**

*(12) Do you agree that the board should ensure that the company's risk management arrangements are effective and commensurate with the company's risk profile?*

40. Em Portugal, é recomendada a divulgação de informação sobre o sistema de gestão de riscos em vigor em cada sociedade cotada, através de um sistema de *comply or explain*.

Aos membros do órgão de fiscalização cabe, por seu turno, fiscalizar a eficácia do sistema de gestão de riscos, do sistema de controlo interno e do sistema de auditoria interna. Estas últimas regras surgem em transposição do art. 41.º, n.º 2 b) da Directiva 2006/43/CE, de 17 de Maio de 2006.

41. A exposição antecedente permite verificar que o enquadramento comunitário oferece já uma resposta suficiente quanto a este ponto. A decisão regulatória a colocar prende-se apenas com uma possível extensão do âmbito aplicativo das regras hoje constantes da Directiva 2006/43/CE - não podendo, em todo o caso, negligenciar-se que a gestão de riscos assume proporções mais relevantes em instituições financeiras do que nas restantes sociedades cotadas.

### **13. Contrariar a visão accionista de curto-prazo**

*(13) Please point to any existing EU legal rules which, in your view, may contribute to inappropriate short-termism among investors and suggest how these rules could be changed to prevent such behaviour.*

42. Não compete às empresas emitentes, nem tão pouco ao legislador ou ao regulador, condicionar a visão e perspectiva, de curto, médio ou longo prazo, dos accionistas e investidores.

Mas, do mesmo modo, não deve a legislação contribuir para o incentivo a uma perspectiva accionista mais de curto prazo (*short-termism*), a qual, de facto, se revela agravada por algumas causas regulatórias. Sobreleva referir, a propósito, a exigência de informação trimestral<sup>14</sup>, a qual deve ser suprimida, ou o dever de apreciação anual da política remuneratória (exigência regulatória vigente em Portugal) – duas medidas que induzem a uma visão de curto prazo no escrutínio accionista.

43. Outro traço do regime que induz uma perspectiva accionista de curto prazo prende-se com o regime de prestação de informação privilegiada. O direito europeu prevê um direito do emitente diferir a divulgação da informação privilegiada, contando que estejam reunidos três requisitos – a saber: a lesividade de uma divulgação imediata, a não indução dos investidores em erro e a preservação da esfera de confidencialidade em torno da informação respeitante ao facto em causa. A ideia por detrás deste expediente prende-se precisamente com o reconhecimento de que certa divulgação extemporânea pode ser lesiva dos interesses comerciais do emitente, em termos desproporcionados aos benefícios que o mercado recolheria de uma divulgação imediata da informação. Sucede que – apesar do seu carácter não exaustivo - os exemplos de situações que facultam o diferimento é muito limitado, o que limita a utilização desta faculdade, como se

---

<sup>14</sup> Artigo 6.º da Directiva 2009/104/CE, de 15 de Dezembro de 2004.

comprova através do art. 3.º, n.º 1 da Directiva 2003/124/CE, de 22 de Dezembro de 2003, que desenvolve as indicações genéricas contidas na Directiva de Abuso de Mercado. Deveria preconizar-se, por esse motivo, o alargamento dos exemplos de situações que legitimam o diferimento de divulgação de informação privilegiada.

44. Por fim, enfatiza-se, o dever de apreciação anual da política remuneratória constitui igualmente uma exigência regulatória, vigente em Portugal, que induz a uma visão de curto prazo no escrutínio accionista. O desenho de uma política remuneratória para o mandato da administração, que ocupa um triénio, vê-se, assim, sistematicamente perturbado com uma anual reapreciação accionista. A esta luz, a periodicidade *anual* da aprovação accionista da política remuneratória, já atrás examinada, contrasta efectivamente com o princípio geral de alinhamento da remuneração com os interesses de longo prazo das sociedades, que em si obrigam à adopção de uma política remuneratória *plurianual*.

#### **14. Incentivos para uma gestão de longo prazo por gestores de activos**

*(14) Are there measures to be taken, and if so, which ones, as regards the incentive structures for and performance evaluation of asset managers managing long-term institutional investors' portfolios?*

45. O desenvolvimento recente da regulação europeia inclui uma proliferação alargada de medidas em curso no plano remuneratório, a que se sujeitam os gestores de activos.

Cabe salientar, em primeiro lugar, a Directiva 76/2010/UE, aplicável à gestão discricionária de activos. Além disso, convém também ter em conta exigências paralelas constantes da nova Directiva de Gestão de Fundos Alternativos (AIFMD)<sup>15</sup> e as alterações e curso ao nível 2 da Directiva dos fundos de investimento mobiliário harmonizados e do regime europeu das seguradoras.

Estas medidas devem considerar-se suficientes tendo em vista o fim a que se destinam e as preocupações a este propósito explicitadas no Livro Verde.

#### **15. Incentivos a uma função accionista activa assumida por gestores de activos**

---

<sup>15</sup> Anexo II, da Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho sobre gestão de fundos de investimento alternativos.

(15) Should EU law promote more effective monitoring of asset managers by institutional investors with regard to strategies, costs, trading and the extent to which asset managers engage with the investee companies? If so, how?

46. Em Portugal, vigoram diversas medidas legislativas e recomendatórias no sentido de estimular um exercício activo da função accionista por gestores de patrimónios.

Em primeiro lugar, as sociedades gestoras de organismos de investimento colectivo devem comunicar à CMVM e divulgar ao mercado, através do Sistema de Difusão de Informação da CMVM, o sentido do exercício dos direitos de voto inerentes às acções detidas pelos OIC por si geridos<sup>16</sup>. A divulgação ao mercado apenas se torna obrigatória quando, relativamente ao conjunto de OIC geridos, sejam ultrapassados 2% dos direitos de voto correspondentes ao capital social do emitente – salvo se CMVM impuser divulgação.

Além disso, para evitar uma instrumentalização das gestoras pelas sociedades que as dominam, o Art. 20.º, n.º 3 CVM consideram imputáveis à sociedade que exerça domínio sobre entidade gestora de fundo de investimento, sobre entidade gestora de fundo de pensões, sobre entidade gestora de fundo de capital de risco ou sobre intermediário financeiro autorizado a prestar o serviço de gestão de carteiras por conta de outrem e às sociedades associadas de fundos de pensões os direitos de voto inerentes a acções integrantes de fundos ou carteiras geridas, desde que a entidade gestora ou o intermediário financeiro não exerça os direitos de voto de modo *independente* da sociedade dominante ou das sociedades associadas.

Soma-se um rol de Recomendações da CMVM sobre Incentivo à Participação em Assembleia Geral e Exercício do Direito de Voto dos Organismos de Investimento Colectivo<sup>17</sup>, por seu turno complementada através de Recomendações do ISP sobre Incentivo à Participação em Assembleia Geral e Exercício do Direito de Voto dos Fundos de Pensões<sup>18</sup>, ambos aprovados em 2010.

47. Lembre-se que, no plano comunitário, o artigo 21.º da Directiva 2010/43/CE (nível 2 da UCITS IV) já prescreve que sociedades gestoras devem desenvolver estratégias adequadas e eficazes sobre exercício de direito de voto. O mesmo

---

<sup>16</sup> Art. 74.º RJOIC e art. 81, n.º 1 do Regulamento da CMVM 7/2007.

<sup>17</sup> O texto encontra-se disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Pages/Recomenda%C3%A7%C3%B5esdaCMVMsobreIncentivo%C3%A0Participa%C3%A7%C3%A3oemAssembleiaGeraleExerc%C3%ADciodeDireitodeVotodosOrganismosdeInvestimentoColectiv.aspx>

<sup>18</sup> Circular n.º 9/2010, de 8 de Julho do ISP.

diploma indica que os investidores devem ter acesso a descrição resumida dessas estratégias.

O elenco de medidas em vigor permite concluir, com segurança, pela suficiência das mesmas, em termos que dispensam novos desenvolvimentos regulatórios.

## **16. Independência da entidade gestora**

*(16) Should EU rules require a certain independence of the asset managers' governing body, for example from its parent company, or are other (legislative) measures needed to enhance disclosure and management of conflicts of interest?*

48. Reenvia-se, quanto a esta proposta, para a descrição atrás feita do regime do art. 20.º, n.º 3 e 20.º-A, em transposição da Directiva da Transparência, e para a conclusão exposta a propósito do ponto anterior.

## **17. Estímulo ao diálogo entre accionistas em temas de governo das sociedades**

*(17) What would be the best way for the EU to facilitate shareholder cooperation?*

49. O conceito de actuação em concertação deveria ser revisto em termos comunitários, através de um sistema claro de harmonização máxima. O ponto a que se chegou é o de que as cláusulas de imputação de direitos de voto são de tal modo maximalistas<sup>19</sup>, que coíbem a cooperação accionista, dado o receio de se cair numa previsão de imputação colectiva de direitos de voto.

50. Uma outra possível sugestão a este respeito é o da criação de um fórum electrónico público, de âmbito europeu, que permitisse a troca de informação entre accionistas, a divulgação gratuita de documentos relacionados com a sociedade (propostas de assuntos a apreciar na assembleia geral, documentos de solicitação de procurações) ou que, de modo geral, estimulasse o activismo accionista sem custos de comunicação entre titulares de participações sociais.

Tem-se em vista um sistema semelhante ao criado na Alemanha em 1996 ([www.aktionaersforum.de](http://www.aktionaersforum.de) ; [www.ebundsanzeiger.de](http://www.ebundsanzeiger.de) ).

---

<sup>19</sup> Artigo 20.º e 20.º-A do Código dos Valores Mobiliários.

## 18. Regime dos *proxy advisors*

*(18) Should EU law require proxy advisors to be more transparent, e.g. about their analytical methods, conflicts of interest and their policy for managing them and/or whether they apply a code of conduct? If so, how can this best be achieved?*

51. A crescente sofisticação da área da governação societária tem conduzido ao aparecimento de uma indústria de consultores no exercício de voto, que conquistou já significativa expressão. A avaliação a efectuar ao trabalho desenvolvido por estes profissionais é mista. Em alguns casos, os *proxy advisors* aportam um *know-how* importante na área da governação, mas em Portugal tem-se igualmente detectado múltiplos casos de actuação com base em informação insuficiente sobre aspectos de contexto.

Os *proxy advisors* são consultores influentes, embora haja estudos que demonstrem que as suas indicações conduzem em média a um impacto negativo no desempenho das empresas<sup>20</sup>.

A sua influência merece, assim, ser acompanhada em termos regulatórios, podendo justificar-se a imposição de regras informativas quanto ao respectivo código de conduta e medidas aplicadas para prevenir ou gerir adequadamente conflito de interesses.

## 19. Restrições à prestação de serviços por *proxy advisors*

*(19) Do you believe that other (legislative) measures are necessary, e.g. restrictions on the ability of proxy advisors to provide consulting services to investee companies?*

52. A independência dos *proxy advisors* deve ser cuidadosamente vigiada, dada a sua natureza de *gatekeepers* do mercado – consultores a investidores institucionais que, com base na sua reputação, atingiram um estatuto de credibilidade e influência nas matérias de governação. Para defesa de tal independência, crê-se ser justificado a imposição de restrições à prestação de outros serviços, em termos

---

<sup>20</sup> DAVID F LARCKER/ ALLAN L. MCCALL/ GAIZKA ORMAZABAL, *Proxy Advisory Firms and Stock Option Exchanges: The Case of Institutional Shareholder Services* (2011). Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 100, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1811130>.



semelhantes ao que já vigoram para outros *gatekeepers*, tais como os auditores e empresas de notação de risco.

## 20. Identificação de accionistas

*(20) Do you see a need for a technical and/or legal European mechanism to help issuers identify their shareholders in order to facilitate dialogue on corporate governance issues? If so, do you believe this would also benefit cooperation between investors? Please provide details (e.g. objective(s) pursued, preferred instrument, frequency, level of detail and cost allocation).*

53. Na Europa, vigoram medidas referentes à divulgação de informação sobre a identidade de accionistas qualificados em sociedades cotadas, importadas pela Directiva da Transparência. Tais medidas encontram também consagração no regime normativo português, seja no Código dos Valores Mobiliários, seja no Código das Sociedades Comerciais<sup>21</sup>.

54. É certo que estas regras apenas atingem os titulares de participações qualificadas, e não permitem nessa medida o conhecimento de todos os accionistas. E, como é conhecido, uma das escolhas fundamentais, a adoptar por cada sociedade, é a de saber se os valores accionistas são nominativos ou ao portador. Nos primeiros, por definição, a sociedade tem o direito de conhecer a todo o tempo o accionista, ao passo que tal não sucede quanto às acções ao portador<sup>22</sup>.

O problema coloca-se, a título de exemplo, quanto à aplicação do sistema de data de registo – imposto pela Directiva dos Direitos dos Accionistas -, para legitimação do direito à participação e ao voto em assembleia geral de sociedade cotada, o qual vigora mesmo para as sociedades emitentes de acções ao portador, com base em informação prestada pelo intermediário que procede ao registo individual de titularidade das acções<sup>23</sup>. Detectam-se, nesse âmbito, problemas de natureza operacional que, na prática, decorrem da circunstância de não existir uma entidade central responsável pela qualidade, integridade e conservação dos registos, e que urge analisar - tendo nomeadamente em vista facilitar os processos de preparação e de funcionamento das assembleias gerais.

---

<sup>21</sup> Artigos 16.º-20.º-A do Código dos Valores Mobiliários e artigo 448.º do Código das Sociedades Comerciais.

<sup>22</sup> Artigo 52.º do Código dos Valores Mobiliários.

<sup>23</sup> Artigo 23.º-C do Código dos Valores Mobiliários.

Nestes termos, e ainda que impor a nominatividade obrigatória em todas as sociedades cotadas, na linha do que é previsto para instituições de crédito e empresas seguradoras, possa afigurar-se desproporcionado e injustificado, parece imprescindível que, sem dúvida no caso dos valores accionistas nominativos e em termos a analisar no caso dos valores accionistas ao portador, as sociedades cotadas passem a ser titulares de um verdadeiro direito à identificação dos seus accionistas (*beneficial owners*).

O tema, contudo, apresenta-se longe de ser pacífico, pelo que, também aqui, a avaliação das regras eventualmente vigentes nos diversos Estados e o cotejo dos mecanismos de operacionalização disponíveis deverão ter lugar previamente a iniciativas de natureza legislativa ou regulatória.

## **21. Direitos dos accionistas minoritários**

*(21) Do you think that minority shareholders need additional rights to represent their interests effectively in companies with controlling or dominant shareholders?*

55. O sistema jurídico português prevê já um acervo bastante completo de direitos de accionistas minoritários, com consagração no Código das Sociedades Comerciais. Tal envolve nomeadamente, além de direitos de informação, direitos de nomeação de administradores, direitos a demandar judicialmente administradores e a sociedade.

56. Deve evitar-se o projecto de uma harmonização dos direitos dos accionistas minoritários, em bloco. A harmonização legislativa na área societária deve, ao invés, ser focada, e preocupar-se com a resolução de problemas concretos e comprovadamente carecidos de intervenção<sup>24</sup>.

Um projecto europeu de reforma dos direitos dos minoritários, demais, ao significar uma generalização excessiva, resultará facilmente na aplicação de soluções desajustadas. Além disso, fazendo fé na experiência do Projecto de Quinta Directiva de Direito das Sociedades, uma tal iniciativa resultará, com elevada probabilidade, na conclusão da sua inviabilidade.

---

<sup>24</sup> Neste sentido, recorde-se EUROPEAN COMMISSION/ INTERNAL MARKET AND SERVICES, *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, (5-Ab.- 2011), 7-.

Por último, revela-se muito importante que os sistemas societários europeus mantenham características díspares, nomeadamente para permitir o actual clima de concorrência legislativa em direcção a soluções mais eficientes (*race to the top*): aproveitando, assim, do melhor modo a jurisprudência europeia trilhada pelo acórdão *Centros* e similares.

## 22. Transacções entre partes relacionadas

*(22) Do you think that minority shareholders need more protection against related party transactions? If so, what measures could be taken?*

57. O regime português prevê já, por transposição de Directivas comunitárias, diversas normas informativas para facultar a maior transparência às transacções entre partes relacionadas.

Além disso, não pode esquecer-se que as normas internacionais de contabilidade impõem, na IAS 24 o dever de prestação de informação sobre transacções entre partes relacionadas.

58. Interessa ainda considerar que – em adição às prescrições europeias - em Portugal os contratos celebrados entre a sociedade e os seus administradores, directamente ou por pessoa interposta, estão sujeitos a uma autorização prévia do conselho de administração, na qual o interessado não pode votar, tomada com o parecer favorável do órgão de fiscalização<sup>25</sup>. O mesmo regime é extensivo a actos ou contratos celebrados com sociedades que estejam em relação de domínio ou de grupo com aquela de que o contraente seja administrador.

O *goldplating* português nesta matéria manifesta-se ainda na circunstância de o Código de Governo das Sociedades recomendar que os negócios de relevância significativa com accionistas titulares de participação qualificada, ou com entidades que com eles estejam em qualquer relação, nos termos do art. 20.º do Código dos Valores Mobiliários, sejam submetidos a parecer prévio do órgão de fiscalização. Segundo o mesmo texto recomendatório, este órgão deve estabelecer os procedimentos e critérios necessários para a definição do nível relevante de significância destes negócios e os demais termos da sua intervenção<sup>26</sup>.

---

<sup>25</sup> Artigo 397.º do Código das Sociedades Comerciais.

<sup>26</sup> CMVM, *Código de Governo das Sociedades*, IV.1.2.

Não é sentida, assim, uma necessidade de reforço do enquadramento normativo referente à protecção dos accionistas minoritários, no tocante às transacções entre partes relacionadas.

### **23. Promoção da titularidade accionista por trabalhadores**

*(23) Are there measures to be taken, and if so, which ones, to promote at EU level employee share ownership?*

59. Na Europa, em virtude da Directiva dos Prospectos, estão já em vigor medidas que prevêm uma derrogação à exigência do prospecto em caso de oferta de distribuição de valores mobiliários a membros dos órgãos de administração ou trabalhadores, existentes ou antigos, pelo respectivo empregador quando este tenha valores mobiliários admitidos à negociação num mercado regulamentado ou por uma sociedade dominada pelo mesmo.

Estas medidas foram, aliás, objecto de uma extensão a emitentes de países terceiros com regime equivalente, em virtude da alteração ao art. 4.º, n.º 1 e) da Directiva dos Prospectos introduzida pela Directiva 2010/73/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010.

60. Fora destes casos, entende-se que não deve ir-se mais longe na promoção do investimento accionista pelos trabalhadores.

Os modelos de propriedade accionista – como é caso do modelo do trabalhador-accionista - não devem ser impostos por via da lei, sendo ao invés preferível que resultem de escolhas autónomas e livres dos empresários.

Além disso, estão actualmente muito desacreditados os modelos de governação que recomendam ou impõem o envolvimento de trabalhadores na gestão ou fiscalização societária (tal como sucede com o modelo germânico de co-gestão).

Por fim, o investimento accionista em acções da empresa empregadora resulta num aumento exponencial de riscos se essa empresa é atingida por dificuldades financeiras (riscos esse que, por seu turno, resultam amplificados se o fundo de pensões da empresa investe em acções da empresa em causa). A lógica da diversificação do risco dos aforradores impõe uma neutralidade regulatória a este respeito.

### **24. Prestação de explicações sobre desvios ao acolhimento de códigos de governo societário**

*(24) Do you agree that companies departing from the recommendations of corporate governance codes should be required to provide detailed explanations for such departures and describe the alternative solutions adopted?*

61. O sistema de *comply or explain* é bastante eficaz, na medida em que obriga à prestação de informação quanto às escolhas de governação de cada sociedade, ao mesmo tempo que salvaguarda um grau equilibrado de flexibilidade e de adequação das recomendações.

Trata-se de uma técnica legislativa que se adapta a sociedades de diferentes dimensões e a diferentes exigências regulatórias – e que por isso se mostra flexível – mas ao mesmo tempo reveste a necessária eficácia, porquanto as empresas cotadas encontram, no relacionamento justo e transparente com os seus accionistas e investidores, um incentivo forte ao respectivo cumprimento (seja através da observação das recomendações seja através da explicação das razões dessa não observância). Além disso, pode ser articulado com códigos nacionais de governação, que são adaptados às especificidades da cultura societária de cada sistema jurídico europeu.

Este sistema não deve, assim, ser posto em causa – constituindo o legado europeu mais relevante na matéria da governação societária – e que deve ser preservado enquanto tal.

62. Questão separada respeita à informação a prestar em caso de desvio ao acolhimento das recomendações.

Vários motivos legítimos podem ditar esse não acolhimento: a inadequação da recomendação (por exemplo, em virtude da exiguidade da dimensão da sociedade), a inaplicabilidade da recomendação (nomeadamente por força de alterações legislativas supervenientes) ou a opção por uma abordagem alternativa no cumprimento do objectivo preconizado pela recomendação, entre outros.

Assim, não pode impor-se uma padronização quanto à explicação do desvio que seja igual em todos estes casos.

A descrição das vias alternativas poderá revelar-se útil, desde que consagrada em termos de proporcionalidade.

## **25. Fiscalização do acolhimento de códigos de governo societário**

*(25) Do you agree that monitoring bodies should be authorised to check the informative quality of the explanations in the corporate governance statements and require companies to complete the explanations where necessary? If yes, what exactly should be their role?*

63. Em Portugal, tem vigorado um sistema no qual a autoridade de supervisão do mercado de valores mobiliários – a CMVM – tem e exerce poderes de verificação do respeito da informação contida nos relatórios anuais de governação. Ao abrigo de tais poderes, por vezes, a CMVM estabelece contactos com os emitentes e impõe alterações aos relatórios de governação, no sentido da sua completude.

Acresce ser exigida uma intervenção do órgão de fiscalização de cada sociedade sobre a completude do relatório anual de governação<sup>27</sup>.

64. Este sistema constitui o fruto do desenvolvimento regulatório realizado ao longo da última década no mercado português. Não se crê, porém, que deva constituir necessariamente o fim da história.

Cada jurisdição tem o seu sistema de normas e práticas de governação.

Em Portugal, foi o espaço vazio - entenda-se: a ausência de iniciativas de âmbito privado, nesta área, ao longo de dez anos - que permitiu que estas funções de fiscalização fossem assumidas pela CMVM.

Porém, como notado, não são exercidas em exclusivo, porquanto na esfera intra-societária – através da actuação dos órgãos de fiscalização - é já assegurada a suficiência da informação anualmente prestada sobre o governo societário.

O quadro de uma intervenção regulatória na fiscalização dos relatórios anuais de governação tem vindo a ser, gradualmente, ultrapassado em Portugal, com um crescente activismo de associações privadas na área da *governance*, e, em particular, com a recente criação da AEM - Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado – cabendo, no futuro, decidir se ainda se justifica manter, em Portugal, o sistema de *enforcement* que entre nós tem vigorado e, designadamente, avaliando se, nos termos em que tem sido concretizado, o mesmo tem contribuído de forma positiva para a minimização do risco reputacional das sociedades cotadas e para a credibilização do mercado de capitais nacional.

65. Regressando ao contexto europeu mais amplo, concorda-se que haja vantagem na designação de uma entidade com atribuições de fiscalização. Mais tais funções

---

<sup>27</sup> Artigos 420.º, n.º 5, art. 423.º-F, n.º 2 e 441.º, n.º 2 do Código das Sociedades Comerciais.

podem ser desempenhadas por associações privadas, desde que suficientemente representativas das entidades visadas.

Até porque a intervenção de autoridades de supervisão nesta sede leva, além do mais, ao indesejável resultado de o tema do *corporate governance* se aproximar de uma natureza de *compliance*, tendencialmente reduzido a um exercício mecanicista (*box-ticking*) para satisfazer o regulador.

Por este motivo, não se vislumbra vantagem em generalizar à escala internacional a solução hoje vigente em Portugal, devendo, pelo contrário, evitar-se que a mesma se converta na única via possível no panorama europeu.