



**CATÓLICA
LISBON**
SCHOOL OF BUSINESS & ECONOMICS

GOVERNO DAS SOCIEDADES EM PORTUGAL

2011



**RELATÓRIO SOBRE O GRAU DE
ACOLHIMENTO DE RECOMENDAÇÕES
ÍNDICE E RATING DE GOVERNO SOCIETÁRIO**



**CATÓLICA
LISBON**
SCHOOL OF BUSINESS & ECONOMICS

CENTRO DE ESTUDOS APLICADOS



ASSOCIAÇÃO DE EMPRESAS EMITENTES DE VALORES COTADOS EM MERCADO

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO	4
2. ENQUADRAMENTO E OBJECTO DO RELATÓRIO	6
3. O ÍNDICE E O RATING DE GOVERNO SOCIETÁRIO CATÓLICA LISBON/ AEM	8
3.1 FUNDAMENTO E OBJECTIVO	8
3.2 MÉTODO DE CONSTRUÇÃO DO ÍNDICE	11
3.3 MÉTODO DE ATRIBUIÇÃO DO RATING DE GOVERNO SOCIETÁRIO	13
4. ANÁLISE DO GRAU DE ACOLHIMENTO DE RECOMENDAÇÕES SOBRE O GOVERNO DAS SOCIEDADES EM PORTUGAL EM 2010	14
4.1 RECOMENDAÇÕES SOBRE A ASSEMBLEIA GERAL	16
4.2 RECOMENDAÇÕES RESPEITANTES AOS ÓRGÃOS DE ADMINISTRAÇÃO E FISCALIZAÇÃO	17
4.2.1 ESTRUTURA E COMPETÊNCIA	17
4.2.2 INCOMPATIBILIDADE E INDEPENDÊNCIA	19
4.2.3 ELEGIBILIDADE E NOMEAÇÃO	20
4.2.4 POLÍTICA DE COMUNICAÇÃO DE IRREGULARIDADES	21
4.2.5 REMUNERAÇÃO	22
4.2.6 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	25
4.2.7 COMISSÕES ESPECIALIZADAS	26
4.3 INFORMAÇÃO E AUDITORIA	27
4.4 ALGUNS COMENTÁRIOS FINAIS	29

5. APURAMENTO DO ÍNDICE E DO RATING DE GOVERNO SOCIETÁRIO CATÓLICA LISBON/ AEM EM 2010	30
5.1 O ÍNDICE DE GOVERNO SOCIETÁRIO CATÓLICA LISBON/ AEM	30
5.2 O RATING DE GOVERNO SOCIETÁRIO CATÓLICA LISBON/ AEM	32
6. RELAÇÕES ENTRE O ÍNDICE DE GOVERNO SOCIETÁRIO E AS CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS	35
6.1 CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS	35
6.2 RESULTADOS ECONÓMICOS	37
7. CONCLUSÕES FINAIS	39
ANEXO I LISTA DAS SOCIEDADES INCLUÍDAS NO ESTUDO	41
ANEXO II RESULTADOS DA ESTIMAÇÃO ECONÓMICA	43
BIBLIOGRAFIA RELEVANTE	44

1. INTRODUÇÃO

O presente estudo foi realizado 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 estudo 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 estudo foram os seguintes Professores das duas referidas Faculdades da Universidade Católica:

Paulo Câmara,
Miguel Athayde Marques, e
Leonor Modesto

juntamente com uma equipa, composta pelos seguintes elementos:
Patrícia Cruz, Francisco Boavida Salavessa e Sofia Thibaut Trocado.

O estudo, 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 residuiu na análise e registo detalhados da observância das recomendações do Código de Governo das Sociedades, 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 2010, o último publicado.

O ponto de observação e análise adoptado pelo estudo é o do investidor no mercado de capitais, o qual normalmente apenas tem acesso à informação disponibilizada publicamente através do Relatório de *Corporate Governance* de cada sociedade.

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). 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 inova 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 estudo, igualmente num sentido pioneiro, reside ainda na construção de dois indicadores 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, ao serem publicados agora pela primeira vez, com base nas práticas reportadas nos relatórios de *corporate governance* de 2010, constituem um elemento de referência fundacional a partir do qual será possível determinar no futuro a evolução que as empresas portuguesas irão realizando neste domínio.

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 1/2010.

Neste contexto, a pedido da AEM – Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado (AEM), a Universidade Católica Portuguesa (UCP) realizou um estudo independente e pioneiro sobre o grau de observância das recomendações vigentes relativas ao governo das sociedades 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 estudo 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 2010. 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 estudo compreende um total de 44 empresas emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, no qual se incluem, entre outras, todas as sociedades que compõem o índice PSI 20 (cfr. a lista das empresas constante do ANEXO I). 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. 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 ficou dito no capítulo de Introdução, o estudo toma como prisma de análise a perspectiva dos investidores no mercado de capitais. Assim, 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.

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, foram 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 recomendações.

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 Católica Lisbon/ AEM e do *rating* de governo societário (capítulo 3). São, subsequentemente, apresentados os dados sobre o grau de acolhimento das recomendações sobre o governo das sociedades em Portugal por referência ao ano de 2010 (capítulo 4), após o que se procede ao apuramento do Índice 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. O Relatório finaliza com conclusões (capítulo 7).

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, é imposto através do artigo 245.º-A do Código dos Valores Mobiliários e é apresentado segundo as instruções decorrentes do Anexo I ao Regulamento da CMVM n.º 1/2010.

Neste contexto, as sociedades cotadas devem informar sobre o grau de acolhimento das recomendações contidas no Código de Governo das Sociedades (*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, segundo o Direito europeu, os códigos de governo não têm necessariamente uma fiscalização pública quanto ao respectivo grau de acolhimento. A tendência, aliás, é maioritariamente a oposta. Dada a natureza recomendatória das indicações constantes dos códigos de governo, o modelo de monitorização pela autoridade administrativa que tem vigorado em Portugal não apresenta paralelo na maioria dos Estados-Membros da União Europeia.

Nestes termos, procura-se, 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.

Por outro lado, um dos atributos relevantes de cada código de governo societário respeita à sua extensão. Na sua versão originária, datada de 1999, as Recomendações da CMVM bastavam-se com 13 indicações recomendatórias.

Sucedem que, de 1999 até à presente data, verificaram-se diversas alterações legislativas com impacto directo no governo das sociedades, em geral, e no governo das sociedades cotadas, em particular.

Refira-se, designadamente, a alteração ao Código das Sociedades Comerciais promovida pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março (com implicações nomeadamente no âmbito dos deveres fiduciários dos titulares dos órgãos sociais e dos modelos de governo societário), a Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho (sobre apreciação, pela assembleia geral, da declaração da política de remunerações), a transposição da Directiva n.º 2007/36/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Julho (relativa ao exercício de certos direitos dos accionistas de sociedades cotadas), promovida pelo Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de Maio, e o Decreto-Lei n.º 88/2011, de 20 de Julho (sobre política de remunerações de instituições de crédito). No seu todo, estes diplomas – aqui indicados a título exemplificativo – determinaram um acréscimo considerável de deveres relacionados com a governação societária a cargo das empresas portuguesas, em geral, e das sociedades cotadas, muito em particular.

Seria, assim, de esperar que o elevado número de reformas legislativas recentes pudesse ter determinado alguma estabilização dos enunciados recomendatórios – ou mesmo uma redução dos mesmos. Todavia, foi o inverso que sucedeu. Ao longo de sucessivas revisões ao Código do Governo das Sociedades, houve uma adição muito significativa de recomendações, o que determinou uma multiplicação da extensão originária do texto recomendatório.

Na versão originária, como notado, existiam 13 recomendações. Actualmente, o Código do Governo das Sociedades inclui 54 recomendações. De entre as recomendações existentes, além disso, contam-se diversas recomendações múltiplas (*maxime*, a recomendação II.1.5.1 relativa à remuneração) – o que significa que o número efectivo de recomendações excede largamente as seis dezenas.

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 Relatório 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.

Com efeito, a avaliação actualmente produzida, através da preparação anual de um relatório analítico sobre o grau de observância das recomendações do Código por parte das sociedades cotadas portuguesas, com tabelas a hierarquizar os índices de acolhimento – relatório esse que é objecto de divulgação pública – tem revelado um atraso sistemático.

A medir pelos anos mais recentes, este atraso em regra excede um ano sobre a divulgação dos relatórios examinados. Assim: em 27 de Abril de 2010 foram divulgados os resultados referentes ao ano de 2008; em 19 de Maio de 2011 foi apresentado o Relatório Anual da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas referente às declarações anuais de governação de 2009.

Este atraso cria uma descontinuidade temporal entre a divulgação dos documentos das empresas e a sua concatenação no universo geral do tecido empresarial cotado nacional. E não se trata apenas de um atraso estatístico, na medida em que, acima de tudo, fica afectada a susceptibilidade de o juízo da autoridade de supervisão influir, em tempo útil, na conformação das práticas de governação das sociedades cotadas.

O referido atraso é ainda gerador de alguma iniquidade, dado que, no momento em que o relatório é divulgado, algumas empresas já corrigiram os desvios às recomendações que surgem publicamente apontados. Também por este motivo, ao ser historicamente datado, resulta diminuída a utilização do relatório por parte dos investidores.

Tal cenário é ainda agravado com a cadência bienal de alteração das recomendações de governação: aos anos ímpares, é habitual haver reformulação das recomendações – o que sucedeu em 2001, 2003, 2005, 2007 e 2010. Em resultado desta mobilidade – e constante desenvolvimento da extensão – do acervo recomendatório, é total o desencontro entre o momento da divulgação da avaliação por parte da autoridade administrativa e o quadro de recomendações em vigor.

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 prioridades da comunidade alargada de investidores.

Este quadro confere pertinência e oportunidade à elaboração de um levantamento efectuado no próprio ano 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 anunciado, 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 de 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, (na sua versão mais recente, de 2010) 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, 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, segundo a sua maior ou menor afinidade com os *benchmarks* internacionais, tal como melhor explicitado de seguida:

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

- Às recomendações com correspondência em apenas um dos *benchmarks* internacionais seleccionados concedeu-se relevo mínimo;
- Às recomendações sem correspondência nos *benchmarks* internacionais seleccionados foi dado relevo nulo.

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

Resulta da análise comparativa efectuada que existem 20 recomendações com relevo nulo, 13 com relevo mínimo, 13 com relevo médio e 15 com relevo máximo. O número elevado de recomendações sem correspondência internacional revela-se, 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.

O 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 de uma das recomendações múltiplas, foi feita uma ponderação para cada uma das sub-recomendações contidas na mesma. Com efeito, a recomendação II.1.5.1, aplicável à política de remunerações, foi desdobrada em 8 sub-recomendações e o *benchmarking* percorreu cada uma delas, de modo a determinar uma ponderação adequada da recomendação no seu todo.

Este 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. Com essa finalidade, aquando da análise dos relatórios de *corporate governance* das sociedades, foram valoradas muito marcadamente as explicações apresentadas pelas sociedades para justificar o não acolhimento de determinada recomendação. A título de exemplo, foram tidas em conta, entre outras, as seguintes justificações:

- Recomendação I.3.3.: sociedade que justificam a não correspondência de um voto por acção, explicando que, inexistindo tectos de voto (*voting caps*), os pequenos accionistas podem agrupar-se para poder exercer o seu direito de voto;
- Recomendação II.2.5.: sociedades que declaram não existir uma política rígida e abstracta de rotação dos pelouros no Conselho de Administração, mas

demonstram que existe um mecanismo estruturado de selecção e atribuição de pelouros;

- Recomendação II.5.1.: sociedade que decidem não criar comissões específicas para certas matérias, justificando a sua desnecessidade e inadequação devido à sua reduzida dimensão.

O método de construção do Índice escolhido para este estudo revela um maior pendor na análise do grau de acolhimento das recomendações. Permite avaliar 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.

4. ANÁLISE DO GRAU DE ACOLHIMENTO DE RECOMENDAÇÕES SOBRE O GOVERNO DAS SOCIEDADES EM PORTUGAL EM 2010

Neste capítulo, analisa-se, para cada uma das recomendações mais relevantes¹ sobre o governo das sociedades em Portugal, o respectivo grau de acolhimento pelas empresas cotadas em bolsa (Euronext Lisbon) em 31 de Dezembro de 2010. Como se mencionou anteriormente (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, procedeu-se ainda à determinação do grau de acolhimento entre as empresas que integram o índice PSI 20 e as empresas da amostra que não integram este índice.

Os resultados obtidos encontram-se na Tabela 4.1. A primeira constatação a nível geral, é que o grau de acolhimento das recomendações mais relevantes do código societário pelas empresas portuguesas cotadas em 2010 foi elevado. Constata-se ainda que, genericamente, este acolhimento é superior entre as empresas do PSI 20.

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

¹ Consideraram-se como mais relevantes as recomendações com relevo máximo e relevo médio (vide capítulo 2).

				% de empresas		
Recomendações				Todas as empresas	PSI 20	Outras
Assembleia Geral	Voto e Exercício do Direito de Voto	I.3.1	Voto por correspondência	97,7%	100,0%	95,8%
	Medidas Relativas ao Controlo das Sociedades	I.6.1	Medidas com vista a impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição	77,3%	70,0%	83,3%
		I.6.2	Livre transmissibilidade das acções	100,0%	100,0%	100,0%
Órgãos de Administração e Fiscalização	Estrutura e Competência	II.1.1.1	Avaliação do modelo societário adoptado	86,4%	95,0%	79,2%
		II.1.1.2	Sistemas internos de controlo e gestão de riscos	86,4%	90,0%	83,3%
		II.1.1.3	Avaliação do funcionamento dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos	81,8%	100,0%	66,7%
		II.1.1.4	Identificar riscos e descrever a actuação e eficácia do sistema de gestão de riscos	86,4%	95,0%	79,2%
		II.1.1.5	Regulamentos de funcionamento dos órgãos de administração e fiscalização	68,2%	85,0%	54,2%
		II.1.2.1	Número de membros não executivos	85,7%	100,0%	75,0%
	Incompatibilidades e Independência	II.1.2.2	Administradores independentes	47,6%	66,7%	33,3%
		II.1.2.3	A avaliação da independência	64,3%	66,7%	62,5%
	Elegibilidade e Nomeação	II.1.3.1	Independência do Presidente do Conselho Fiscal, das Comissões de Auditoria e Financeira	95,5%	90,0%	100,0%
		II.1.3.2	Seleção de candidatos a Administradores não executivos	50,0%	66,7%	37,5%
	Política de Comunicação de Irregularidades	II.1.4.1	i) Comunicação interna; ii) tratamento das comunicações	79,5%	100,0%	62,5%
		II.1.5.1				
	Remuneração	(i)	Remuneração dos Administradores com funções executivas	63,6%	90,0%	41,7%
		(vi)	Opções na remuneração variável	33,3%	75,0%	0%
		(vii)	Ausência de compensação na destituição sem justa causa de Administrador	20,9%	30,0%	13,0%
		(viii)	Remuneração dos membros não executivos	75,0%	72,2%	77,3%
		II.1.5.4	Aprovação em Assembleia Geral dos planos de atribuição de acções, e/ou de opções de aquisição de acções	77,3%	81,8%	72,7%
		II.1.5.6	Representação na AG de um membro da Comissão de remunerações	86,0%	95,0%	78,3%
	Conselho de Administração	II.2.1	Delegação de competências	80,5%	88,9%	73,9%
		II.2.2	Competências não delegáveis	82,9%	88,9%	78,3%
		II.2.3	Assegurar a informação e independência dos membros não executivos	80,0%	87,5%	75,0%
	Comissões Especializadas	II.5.1	Criação de comissões especializadas para avaliação do desempenho dos Administradores executivos, do sistema de governo adoptado e identificação de candidatos a Administrador.	75,0%	75,0%	75,0%
		II.5.2	Independência e competência dos membros da Comissão de remunerações	68,2%	75,0%	62,5%
		II.5.3	Prevenção de conflitos de interesses	79,5%	85,0%	75,0%
Informação e auditoria	Deveres Gerais de Informação	III.1.1	Princípio da igualdade dos accionistas e prevenção de assimetrias de informação	97,7%	100,0%	95,8%
		III.1.4	Competências do auditor externo	72,7%	85,0%	62,5%
		III.1.5	Limitação da relação com o auditor externo	65,9%	65,0%	66,7%

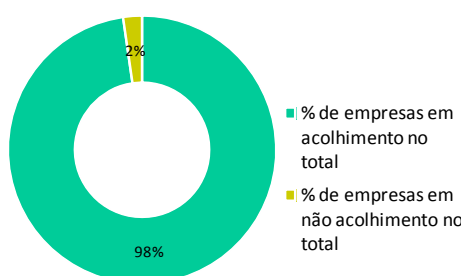
Tabela 4.1 - Percentagem de acolhimento das recomendações de governo societário em 2010

4.1. RECOMENDAÇÕES SOBRE A ASSEMBLEIA GERAL

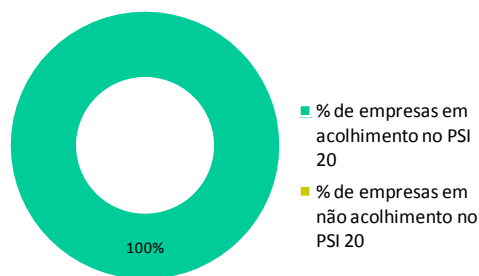
Neste caso, verifica-se que:

- 97,7% das empresas cotadas acolhe a recomendação que proíbe limitações ao exercício do voto por correspondência. Esta percentagem atinge os 100% no caso das empresas do PSI 20.

Recomendação I.3.1: Voto por correspondência

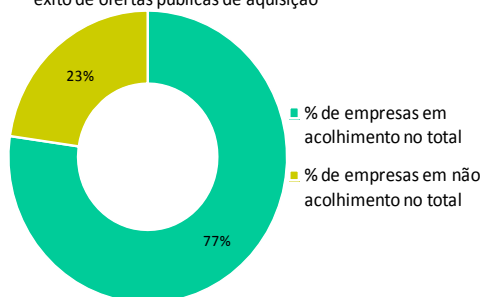


Recomendação I.3.1: Voto por correspondência

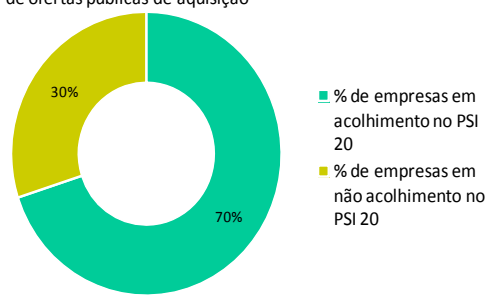


- No caso da recomendação referente ao uso de medidas adoptadas com vista a impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição, constata-se que esta é acolhida por 77,3% das empresas. Neste caso, o acolhimento pelas empresas do PSI 20 é menor, apenas 70%.

Recomendação I.6.1: Medidas com vista a impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição

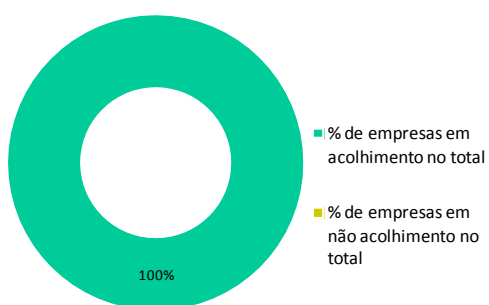


Recomendação I.6.1: Medidas com vista a impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição

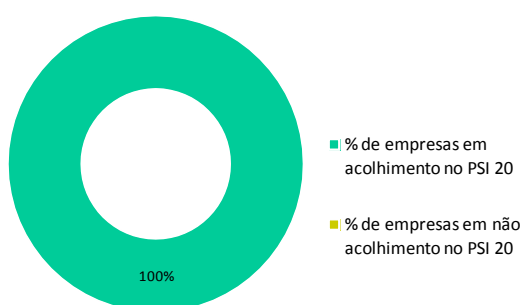


- A recomendação que promove a livre transmissibilidade das acções é acolhida por 100% das empresas cotadas.

Recomendação I.6.2: Livre transmissibilidade das ações



Recomendação I.6.2: Livre transmissibilidade das ações

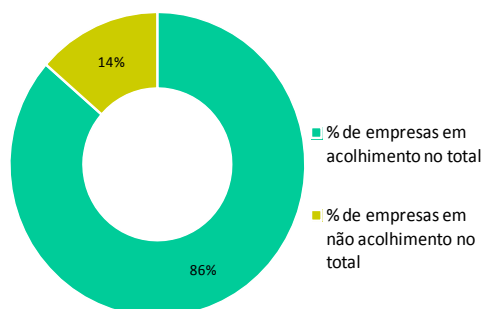


4.2. RECOMENDAÇÕES RESPEITANTES AOS ÓRGÃOS DE ADMINISTRAÇÃO E FISCALIZAÇÃO

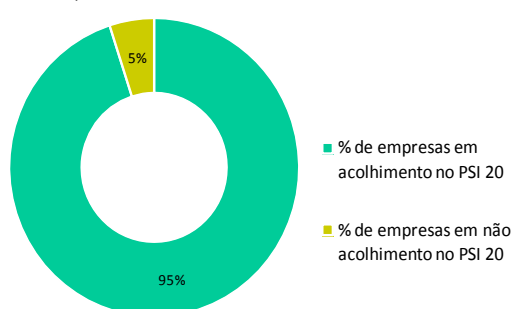
4.2.1. ESTRUTURA E COMPETÊNCIA

- A recomendação quanto à necessidade de avaliação do modelo societário adoptado, e eventual necessidade de medidas tendentes a melhorar o seu funcionamento, é acolhida por 86,4% das empresas. Esta percentagem atinge os 95% no caso das empresas do PSI 20.

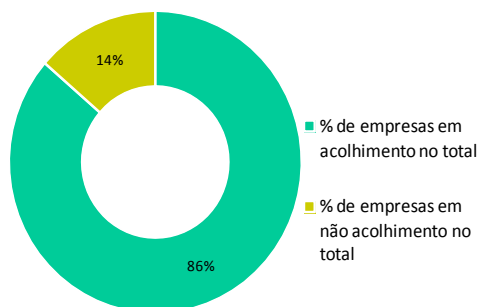
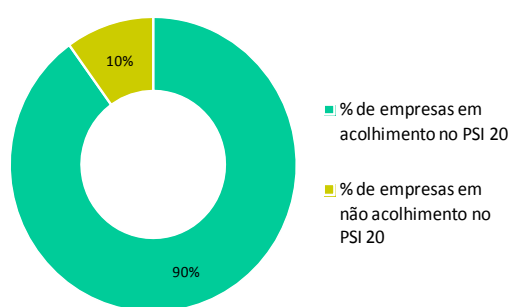
Recomendação II.1.1.1: Avaliação do modelo societário adoptado



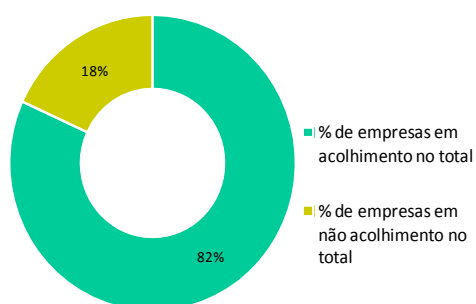
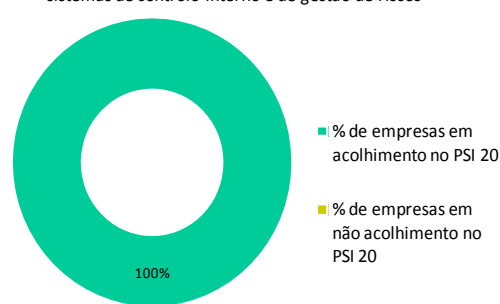
Recomendação II.1.1.1: Avaliação do modelo societário adoptado



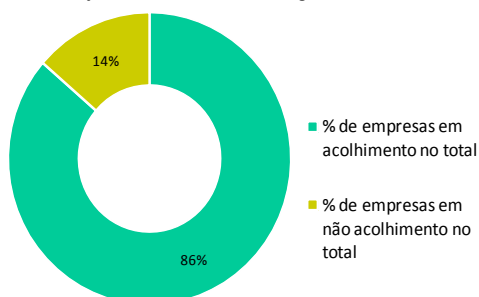
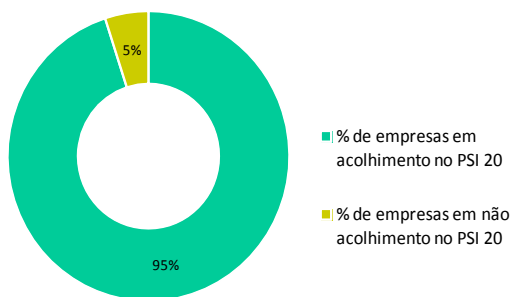
- A recomendação que preconiza a criação de sistemas internos de controlo e gestão dos riscos é seguida por 86,4% das sociedades e por 90% das empresas do PSI 20.

Recomendação II.1.1.2: Sistemas internos de controlo e gestão de riscos**Recomendação II.1.1.2:** Sistemas internos de controlo e gestão de riscos

- 81,8% das empresas segue a recomendação que preconiza a criação de sistemas internos de controlo e gestão dos riscos eficazes. Para as empresas do PSI 20 a percentagem de acolhimento é total.

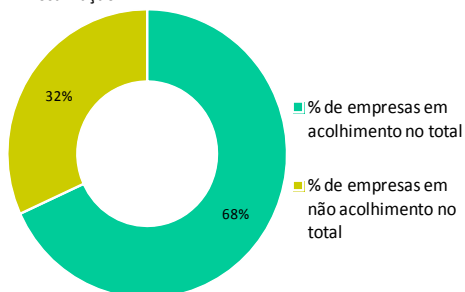
Recomendação II.1.1.3: Avaliação do funcionamento dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos**Recomendação II.1.1.3:** Avaliação do funcionamento dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos

- 86,4% das empresas cotadas identifica no seu relatório anual os principais riscos económicos, financeiros e jurídicos a que a sociedade se expõe no exercício da actividade, descrevendo também a actuação e eficácia do sistema de gestão de riscos. Esta percentagem atinge os 95% no caso das empresas do PSI 20.

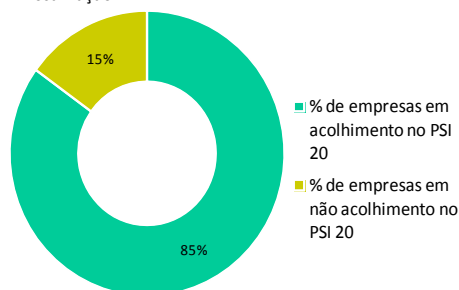
Recomendação II.1.1.4: Identificar riscos e descrever a actuação e eficácia do sistema de gestão de riscos**Recomendação II.1.1.4:** Identificar riscos e descrever a actuação e eficácia do sistema de gestão de riscos

- 85% das empresas do PSI 20 divulgam no sítio da internet da sociedade os regulamentos de funcionamento dos órgãos de administração e fiscalização. Para todas as empresas cotadas, esta percentagem é bem menor, situando-se em 68%.

Recomendação II.1.1.5: Regulamentos de funcionamento dos órgãos de administração e fiscalização



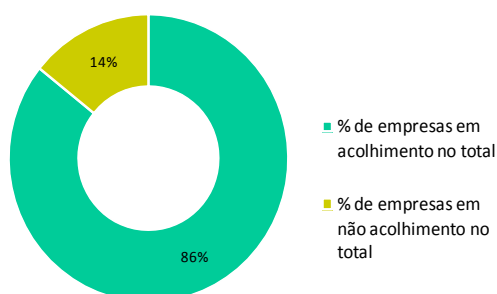
Recomendação II.1.1.5: Regulamentos de funcionamento dos órgãos de administração e fiscalização



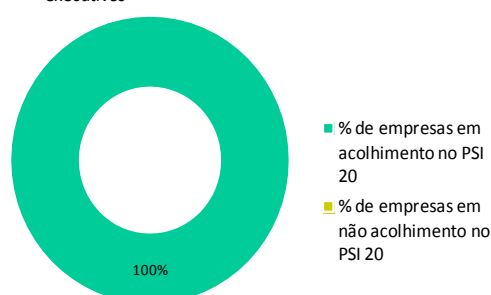
4.2.2. INCOMPATIBILIDADE E INDEPENDÊNCIA

- A recomendação que preconiza que o número de membros não executivos no Conselho de Administração deva ser suficiente para garantir efectiva supervisão, fiscalização e avaliação da actividade dos membros executivos é acolhida por todas as empresas do PSI 20 e por 75% das restantes empresas cotadas, isto é daquelas que não integram o PSI 20.

Recomendação II.1.2.1: Número de membros não executivos

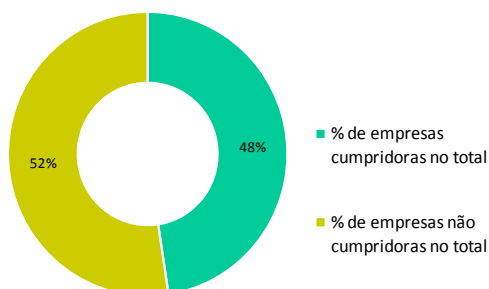


Recomendação II.1.2.1: Número de membros não executivos

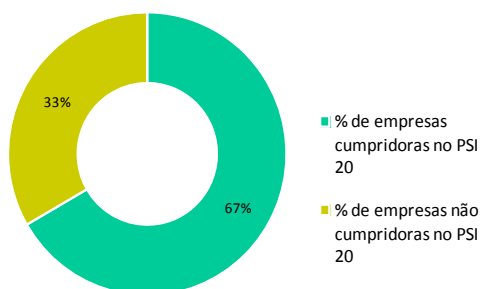


- A recomendação segundo a qual entre os administradores não executivos deve contar-se um número de administradores independentes nunca inferior a um quarto do número total de administradores, é das que regista menor acolhimento entre as empresas portuguesas cotadas, sendo seguida por dois terços das empresas do PSI 20 e por apenas um terço das restantes empresas.

Recomendação II.1.2.2: Administradores independentes

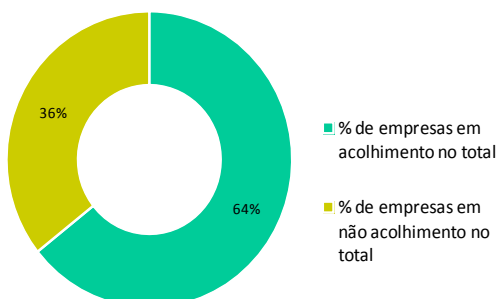


Recomendação II.1.2.2: Administradores independentes

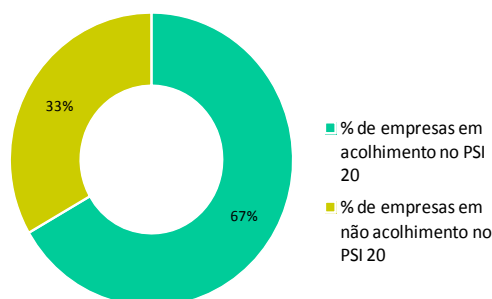


- A recomendação que estabelece o modo como deve ser avaliada a independência dos administradores não executivos é acolhida por 64,3% das empresas. Esta proporção é ligeiramente superior, 66,7%, no caso das empresas que pertencem ao PSI 20.

Recomendação II.1.2.3: A avaliação da independência

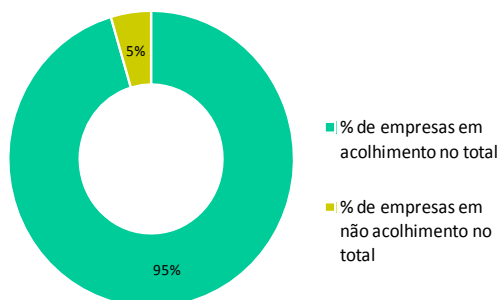
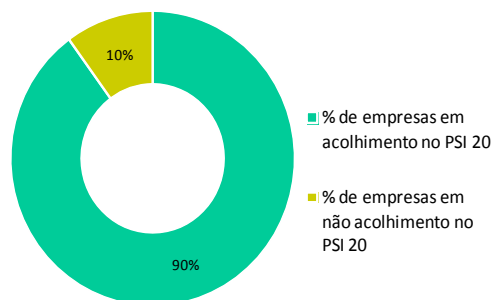


Recomendação II.1.2.3: A avaliação da independência

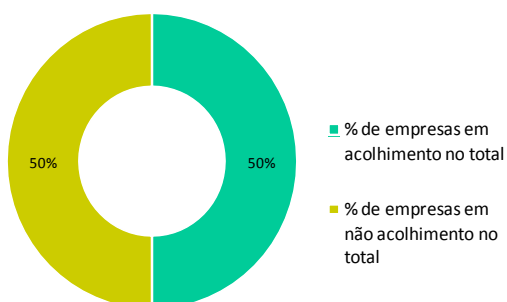
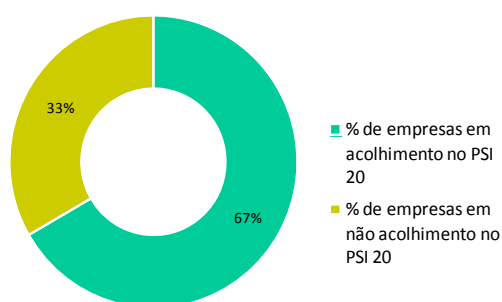


4.2.3. ELEGIBILIDADE E NOMEAÇÃO

- A percentagem de empresas do PSI 20 que seguem a recomendação que preconiza que 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 é de 90%. De referir que todas as restantes empresas acolhem este princípio.

Recomendação II.1.3.1: Independência do Presidente do Conselho Fiscal, das Comissões de Auditoria e Financeira**Recomendação II.1.3.1:** Independência do Presidente do Conselho Fiscal, das Comissões de Auditoria e Financeira

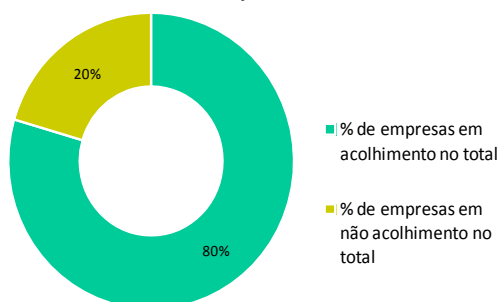
- A recomendação segundo a qual o processo de selecção de candidatos a administradores não executivos deve ser concebido de forma a impedir a interferência dos administradores executivos, é acolhida por apenas metade das empresas portuguesas cotadas. No caso das empresas do PSI 20 o acolhimento é maior, mas ainda baixo: apenas dois terços seguem esta recomendação.

Recomendação II.1.3.2: Selecção de candidatos a Administradores não executivos**Recomendação II.1.3.2:** Selecção de candidatos a Administradores não executivos

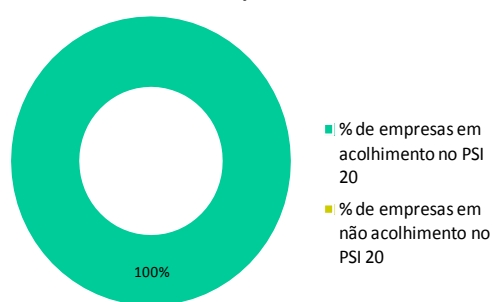
4.2.4. POLÍTICA DE COMUNICAÇÃO DE IRREGULARIDADES

- A totalidade das empresas do PSI 20 adopta uma política de comunicação de irregularidades conforme às recomendações internacionais de governo societário. Esta percentagem é de 62,5% nas restantes empresas.

Recomendação II.1.4.1: i) Comunicação interna; ii) tratamento das comunicações



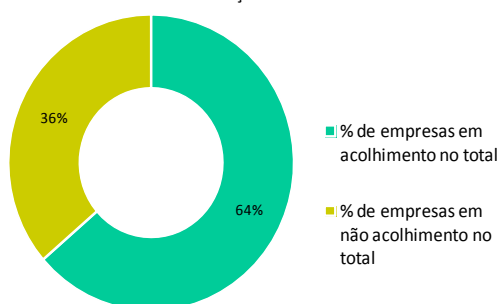
Recomendação II.1.4.1: i) Comunicação interna; ii) tratamento das comunicações



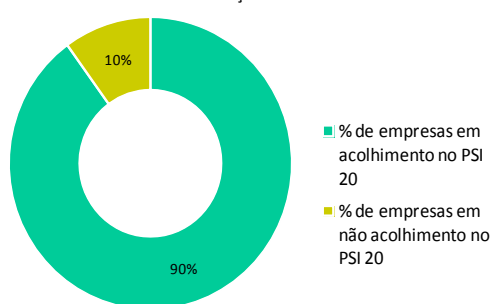
4.2.5. REMUNERAÇÃO

- Tal como recomendado, para 90% das empresas do PSI 20 a remuneração dos administradores com funções executivas integra uma componente variável, cuja determinação depende de uma avaliação de desempenho. Esta percentagem é muito inferior, sendo de 41,7% nas restantes empresas, isto é naquelas que não integram o PSI 20.

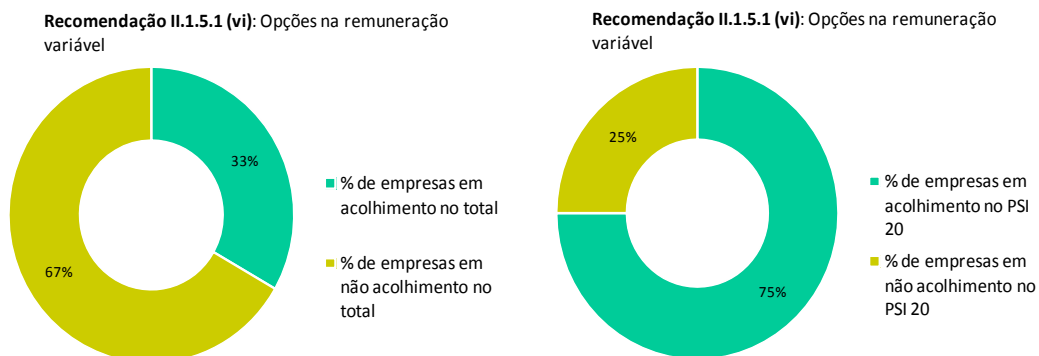
Recomendação II.1.5.1 (i): Remuneração dos Administradores com funções executivas



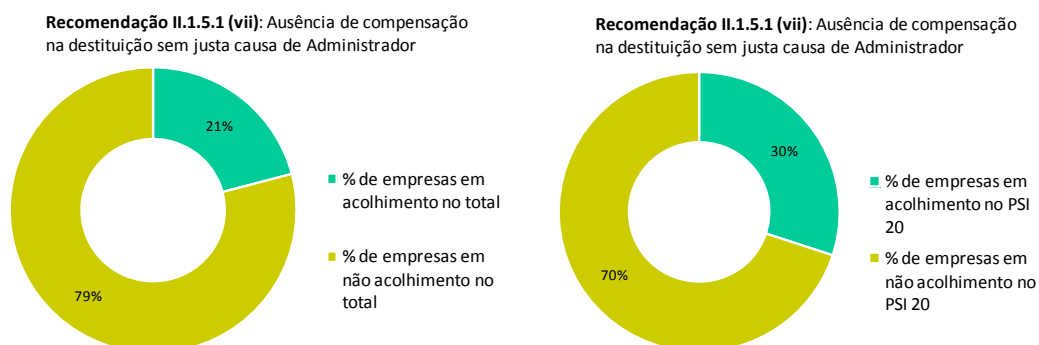
Recomendação II.1.5.1 (i): Remuneração dos Administradores com funções executivas



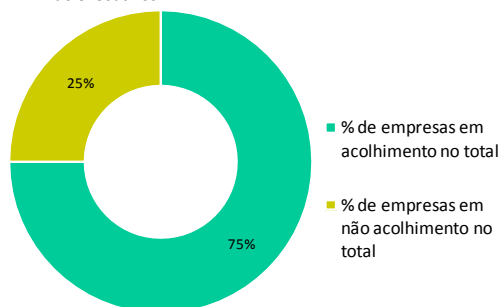
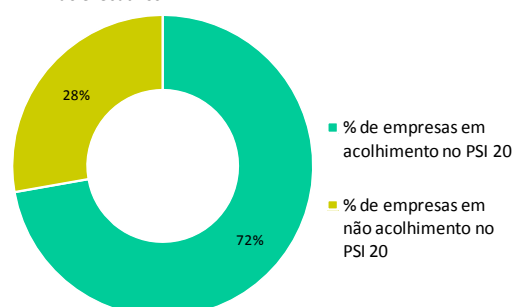
- A recomendação relativa ao tratamento de opções, no caso destas serem parte da remuneração variável, é seguida por 75% das empresas do PSI 20 e por nenhuma das restantes empresas.



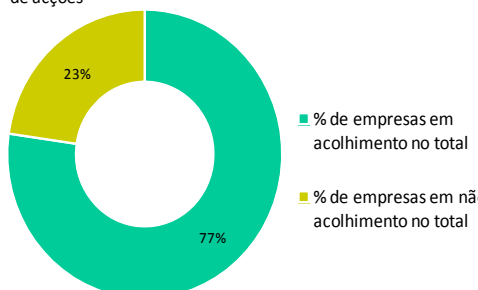
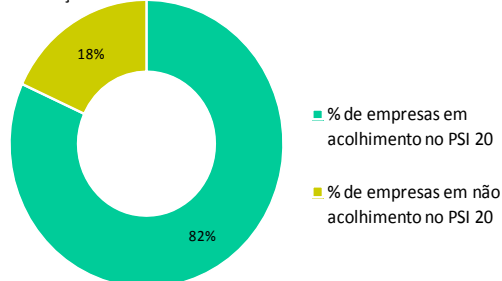
- A recomendação que preconiza que a compensação estabelecida para qualquer forma de destituição sem justa causa de administrador não seja paga se a destituição é devida a desadequado desempenho do administrador, é das menos acolhidas no panorama do governo das sociedades em Portugal. Com efeito, apenas 30% das empresas do PSI 20 a seguem, e entre as restantes empresas este valor cai para 13%.



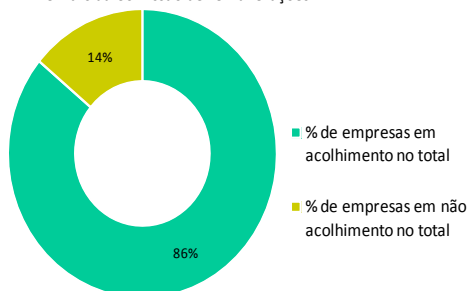
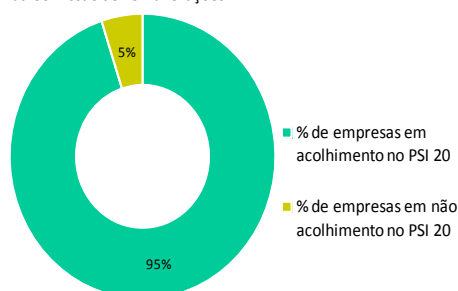
- A percentagem de empresas que segue a recomendação segundo a qual a remuneração dos membros não executivos do órgão de administração não deverá incluir qualquer componente cujo valor dependa do desempenho ou do valor da sociedade é seguida por apenas 72,2% das empresas do PSI 20. No caso das restantes empresas emitentes, esta percentagem é superior, isto é, 77,3%

Recomendação II.1.5.1 (viii): Remuneração dos membros não executivos**Recomendação II.1.5.1 (viii): Remuneração dos membros não executivos**

- 81,8% das empresas do PSI 20 submetem à Assembleia Geral a proposta relativa à aprovação de planos de atribuição de acções, e/ou de opções de aquisição de acções, a membros dos órgãos de administração, fiscalização e demais dirigentes. Para as outras sociedades esta percentagem cai para 72,7%.

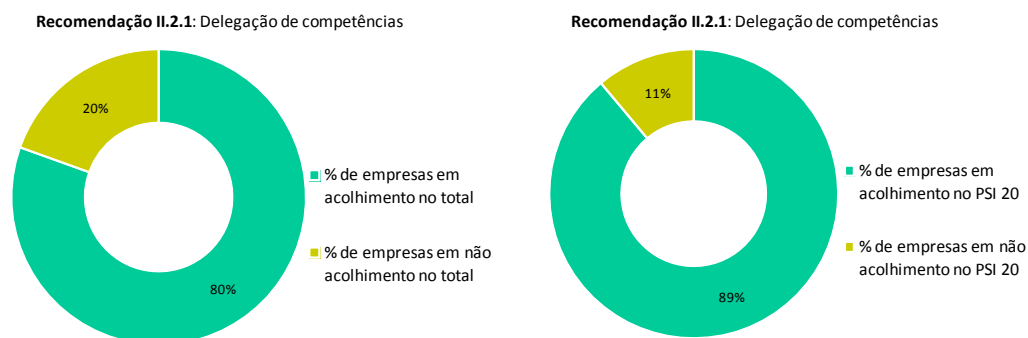
Recomendação II.1.5.4: Aprovação em Assembleia Geral dos planos de atribuição de acções, e/ou de opções de aquisição de acções**Recomendação II.1.5.4: Aprovação em Assembleia Geral dos planos de atribuição de acções, e/ou de opções de aquisição de acções**

- Para 95% das empresas do PSI 20 e para 78,3% das outras sociedades cotadas, pelo menos um representante da comissão de remunerações está presente nas assembleias gerais de accionistas.

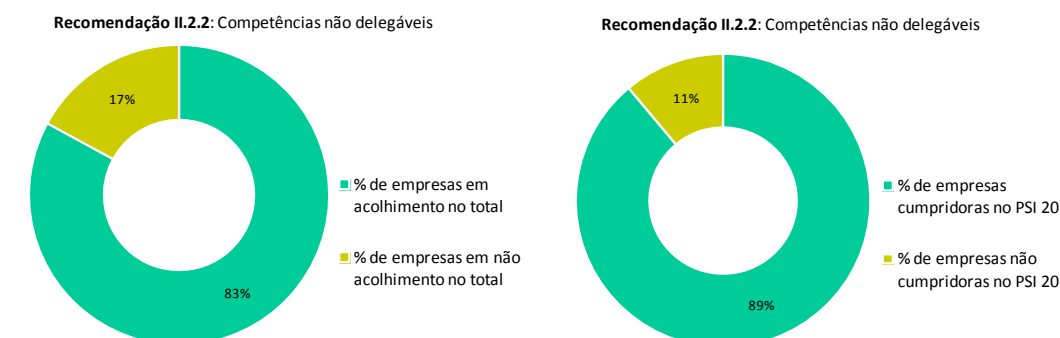
Recomendação II.1.5.6: Representação na AG de um membro da Comissão de remunerações**Recomendação II.1.5.6: Representação na AG de um membro da Comissão de remunerações**

4.2.6. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

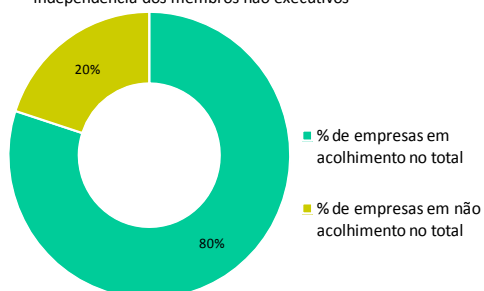
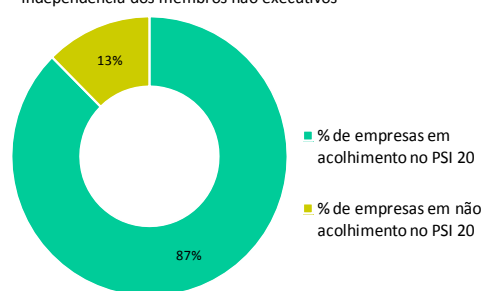
- A recomendação que preconiza que o Conselho de Administração deve delegar a administração quotidiana da sociedade, devendo as competências delegadas ser identificadas no Relatório Anual sobre o Governo da Sociedade, é seguida por 80,5% das empresas cotadas. Este valor sobe para 88,9% para as empresas do PSI 20.



- A recomendação que estabelece quais as competências não delegáveis é seguida por 82,9% das empresas cotadas e por 88,9% das empresas do PSI 20.

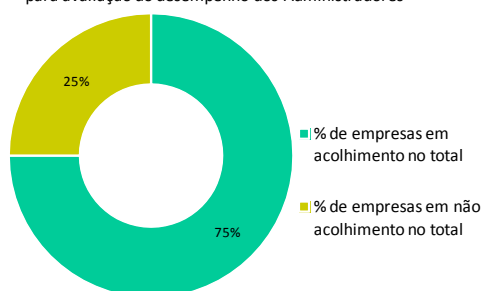
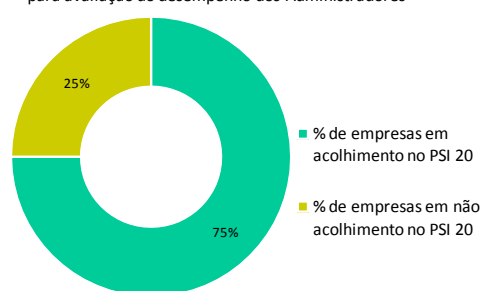


- 87,5% das empresas do PSI 20, e apenas 75% das restantes sociedades acolhem a recomendação segundo a qual, caso o Presidente do Conselho de Administração exerça funções executivas, o Conselho de Administração deve encontrar mecanismos que assegurem que os membros não executivos possam decidir de forma independente e informada.

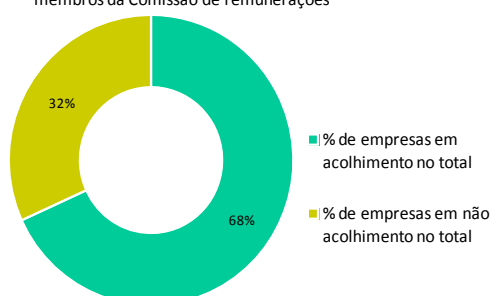
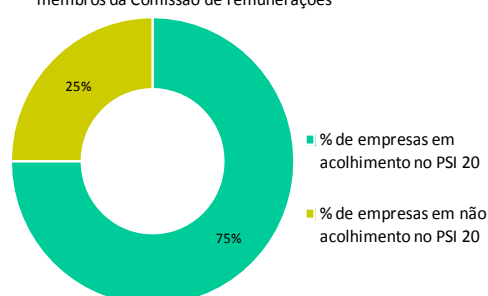
Recomendação II.2.3: Assegurar a informação e independência dos membros não executivos**Recomendação II.2.3:** Assegurar a informação e independência dos membros não executivos

4.2.7. COMISSÕES ESPECIALIZADAS

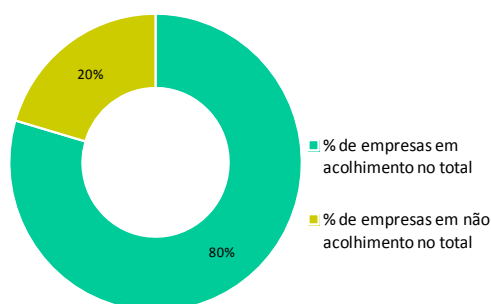
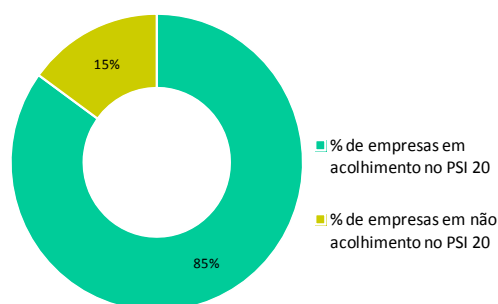
- Em 75% das empresas emitentes (dentro e fora do PSI 20) funcionam as comissões necessárias para: i) assegurar uma competente e independente avaliação do desempenho; ii) reflectir e melhorar o sistema de governo adoptado; e iii) identificar atempadamente potenciais candidatos ao desempenho de funções de administrador.

Recomendação II.5.1: Criação de comissões especializadas para avaliação do desempenho dos Administradores**Recomendação II.5.1:** Criação de comissões especializadas para avaliação do desempenho dos Administradores

- A recomendação que preconiza a independência dos membros da Comissão de Remunerações face aos membros do órgão de administração, incluindo pelo menos um membro com conhecimentos e experiência em matérias de política de remuneração, é seguida por 75% das empresas do PSI 20. Esta proporção cai para 62,5% no caso das restantes empresas.

Recomendação II.5.2: Independência e competência dos membros da Comissão de remunerações**Recomendação II.5.2:** Independência e competência dos membros da Comissão de remunerações

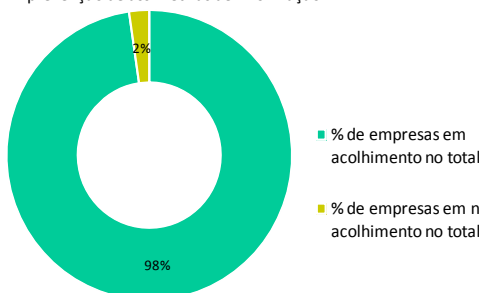
- A recomendação que visa prevenir conflitos de interesse na determinação das remunerações, nomeadamente estipulando que não deve ser contratada para apoiar a Comissão de Remunerações quem preste ou tenha prestado, nos últimos três anos, serviços à sociedade, é acolhida por 85% das empresas do PSI 20 e por 75% das restantes empresas.

Recomendação II.5.3: Prevenção de conflitos de interesses**Recomendação II.5.3:** Prevenção de conflitos de interesses

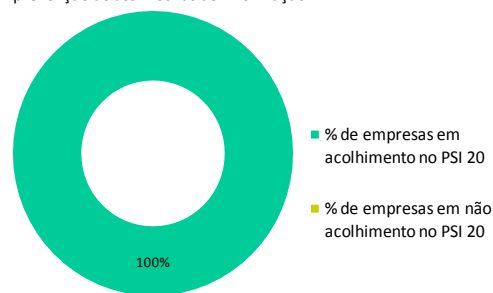
4.3. INFORMAÇÃO E AUDITORIA

- 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 é de 95,8% para as restantes empresas cotadas.

Recomendação III.1.1: Princípio da igualdade dos accionistas e prevenção de assimetrias de informação

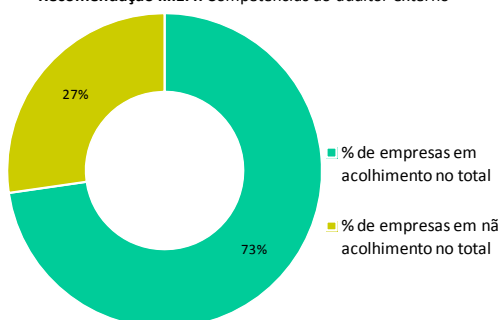


Recomendação III.1.1: Princípio da igualdade dos accionistas e prevenção de assimetrias de informação

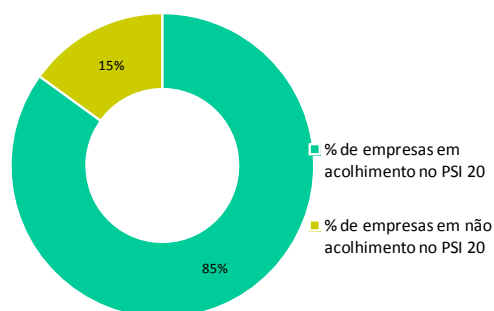


- A recomendação relativa às competências do auditor externo é seguida por 85% das empresas do PSI 20 e por 62,5% das restantes empresas cotadas.

Recomendação III.1.4: Competências do auditor externo

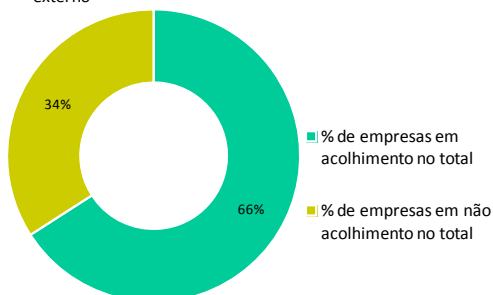


Recomendação III.1.4: Competências do auditor externo

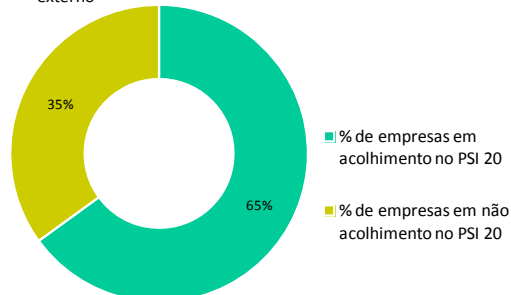


- A recomendação segundo a qual a sociedade não deve contratar ao auditor externo um volume significativo de serviços diversos dos serviços de auditoria, é acolhida por 65,9% das empresas cotadas (65% no caso das empresas do PSI 20).

Recomendação III.1.5: Limitação da relação com o auditor externo



Recomendação III.1.5: Limitação da relação com o auditor externo



4.4. ALGUNS COMENTÁRIOS FINAIS

Entre as recomendações com menor grau de acolhimento salientam-se algumas relativas às remunerações. Com efeito, a recomendação segundo a qual não deve haver lugar a compensação na destituição sem justa causa de um administrador é apenas seguida por 30% das empresas do PSI 20 e por 13% das restantes empresas. Também nenhuma destas últimas segue a recomendação relativa ao uso de opções na remuneração variável.

Outra área em que se observa um baixo grau de acolhimento é a relativa aos temas de incompatibilidade e independência dos órgãos de administração e fiscalização. A recomendação que estabelece como deve ser avaliada a independência dos administradores não executivos é acolhida por apenas 64,3% das empresas. A recomendação relativa à proporção de administradores independentes é acolhida por dois terços das empresas do PSI 20 e por apenas um terço das outras sociedades.

Constata-se ainda que o acolhimento por parte das empresas que não pertencem ao PSI 20 é muito baixo no que respeita às recomendações quanto à selecção de candidatos a administradores não executivos (37,5% de acolhimento), remuneração dos administradores com funções executivas (41,7% de acolhimento), regulamentos de funcionamento dos órgãos de administração e fiscalização (54,2% de acolhimento), independência e competência dos membros da Comissão de Remunerações (62,5% de acolhimento), competências do auditor externo (62,5% de acolhimento) e política de comunicação de irregularidades (62,5% de acolhimento).

Para as empresas do PSI 20, para além das recomendações já acima referidas, regista-se ainda um acolhimento baixo nas seguintes matérias: i) selecção de candidatos a administradores não executivos (66,7% de acolhimento,); e ii) limitação da relação com o auditor externo (65% de acolhimento).

5. APURAMENTO DO ÍNDICE E DO RATING DE GOVERNO SOCIETÁRIO CATÓLICA LISBON/ AEM EM 2010

5.1. O ÍNDICE DE GOVERNO SOCIETÁRIO CATÓLICA LISBON/ AEM

Nesta secção apresenta-se e discute-se a construção do Índice 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 português 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 também que no cálculo do índice para cada empresa não se consideram igualmente as recomendações que sejam entendidas como não aplicáveis a essa empresa. Tal facto faz com as ponderações não sejam exactamente as mesmas para todas as empresas. Tem-se, assim, um índice original nos seus pressupostos, e não directamente comparável com qualquer outro indicador de observância existente para o mercado de capitais português.

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 2010, para as 44 empresas consideradas, assim como para as empresas que integram o PSI 20.

	Todas as empresas	Empresas no PSI 20
Média	8920	9337
Variância	523649	171937
Desvio-padrão	724	415
Mediana	9070	9425
1º Quartil	8626	9070
3º Quartil	9452	9668
Intervalo Interquartil	827	598
Máximo	9816	9816
Mínimo	7244	8345
Intervalo de variação	2571	1471
Coeficiente de variação	8%	4%
Número de empresas	44	20

Tabela 5.1 – O índice Católica Lisbon/ AEM 2010 – Estatísticas Descritivas

Em média, o grau de acolhimento ponderado das regras de governação com correspondência internacional pelas empresas portuguesas cotadas em 2010 foi de 8.920. 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 28 empresas associadas da AEM que integram o estudo o grau de acolhimento médio foi significativamente superior ao obtido para as empresas não associadas, 9.298 versus 8.257 pontos.

Quer para a totalidade das empresas cotadas, quer para as empresas do PSI 20, a mediana registou valores superiores à média, respectivamente 9.070 e 9.425. Isto significa que para 50% das empresas cotadas o valor do índice foi superior a 9.070 e que para metade das empresas do PSI 20 o índice excedeu os 9.425 pontos. Da comparação entre a mediana e a média constata-se que, quer para as 44 empresas consideradas, quer no subconjunto das 20 empresas do PSI 20, se verifica uma concentração das observações no lado direito da distribuição, o qual corresponde a valores mais altos. Note-se que o mesmo é verdade para as empresas associadas da AEM que fazem parte do estudo; para estas a mediana foi de 9.396 pontos.

Os valores obtidos para o primeiro e terceiro quartis confirmam este resultado. Com efeito, para 75% das 44 empresas consideradas o valor do índice foi superior a 8.626, estando para 25% das empresas o valor do índice acima de 9.452. Para as empresas do PSI 20, em 75% dos casos o valor do índice ultrapassou os 9.070 pontos, e em 25% dos

casos excedeu 9.668. Para as 28 empresas associadas da AEM, o primeiro e o terceiro quartil foram respectivamente 9.070 e 9.580.

Passando agora a discutir a dispersão, constata-se que esta não é muito importante. Com efeito, em 2010, o índice registou valores entre 7.244 e 9.816, o que implica um intervalo de variação de apenas 2.571 pontos. O desvio padrão foi de 724, o que corresponde a um coeficiente de variação de 8%. Como se pode ver na Tabela 5.1, para as empresas do PSI 20 a dispersão é significativamente menor. O mesmo sucede para as 28 empresas associadas. Para as empresas do PSI 20, o índice registou valores entre 8.345 e 9.816. O desvio padrão foi de 390, o que implica um coeficiente de variação de 4%. Note-se que 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.

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.

Esta é pois mais uma contribuição 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	Nº empresas	% empresas
D	inferior a 6850	0	0
C	6850-7300	1	2,3%
CC	7300-7750	4	9,1%
B	7750-8200	2	4,5%
BB	8200-8650	5	11,4%
A	8650-9100	12	27,3%
AA	9100-9550	12	27,3%
AAA	9550-10000	8	18,2%

Tabela 5.2 – O Rating de Governo Societário Católica Lisbon/ AEM 2010

O estudo considerou uma divisão em 8 classes e, seguindo uma terminologia já consagrada, atribuiu-se a cada classe um *rating* 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, para o ano de 2010, nenhuma empresa cotada cair 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, nestas classes caem 5 empresas. É interessante verificar que nenhuma destas empresas é associada da AEM nem pertence ao PSI 20. Nas categorias BB e B temos 15,9% das empresas e o índice pode tomar valores entre 7.750 e 8.650. O grau de acolhimento aqui é considerado como médio-bom. Para conseguir um *rating* de A o índice tem de exceder os 8.650 pontos, o que se observa para 72,7% das empresas cotadas. Um *rating* de AAA é atribuído a uma sociedade com um índice superior 9.550 pontos. Em 2010, 18,2% das empresas obtiveram este *ranking*.

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

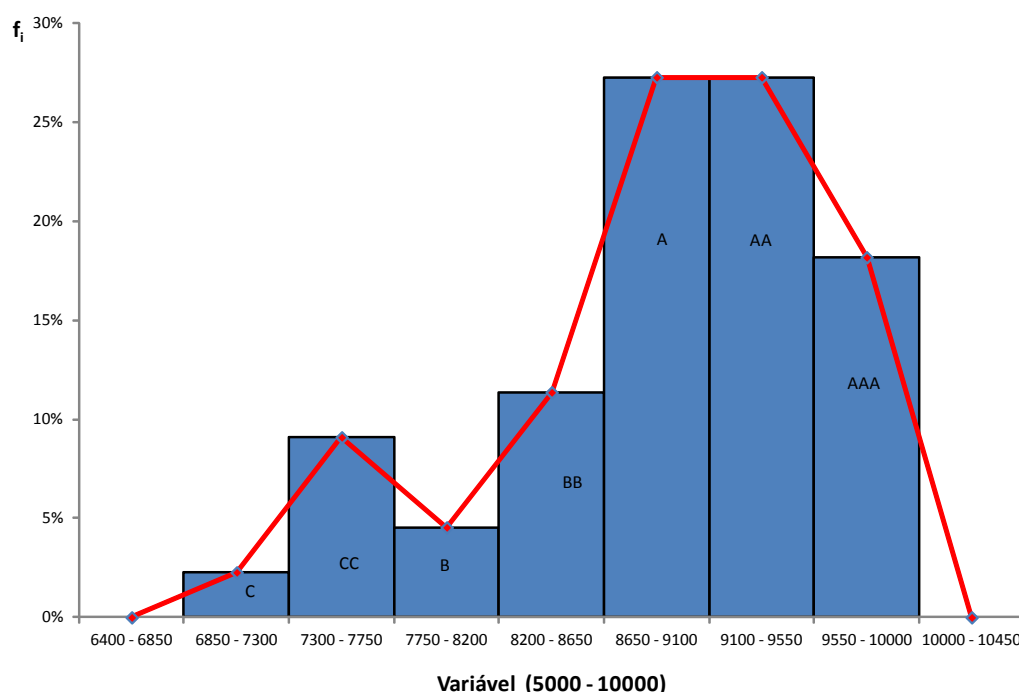


Figura 5.1 – Classes de Rating

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 reduzida. Com efeito, nas classes de *rating* mais baixo que foram observadas, as classes CC e C, caem apenas 11,4% do total das empresas estudadas.

Outro resultado significativo é que 84,1% 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 45,5% das empresas cotadas. Por outro lado, 32 empresas (72,7% 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 dando diferentes ponderações às recomendações, que utilizam uma escala própria, não sendo, pois, directamente comparáveis a outros indicadores de governo societário existentes para o mercado de capitais português.

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 sociedades 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 anteriores², 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 31.12.2010 (este critério de dimensão é utilizado, por exemplo, pelo Financial Times no seu bem conhecido *Directory* “FT 1000”);

- volume de vendas (proveitos), reportado nos Relatórios Financeiros das empresas referentes ao exercício de 2010 (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”);

² Veja-se por exemplo Bhagat e Bolton (2008) e Alves e Mendes (2009)

- número de empregados, reportado nos Relatórios Financeiros das empresas referentes ao exercício de 2010 (os critérios de *headcount* ou *full-time equivalent* são comumente utilizados na literatura para definir a dimensão de uma empresa).

Quanto ao sector de actividade, seguindo a literatura existente e dada a dimensão da amostra, e a sua densidade em termos de classes sectoriais, fez-se a distinção apenas entre empresas financeiras e não financeiras.

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*.

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 estudo, o *free float* considerado foi o registado para cada empresa no mercado Euronext Lisbon, a 31.12.2010. De acordo com as regras oficiais do índice PSI 20, *Index Rule Book Version 11-02*, publicado pela NYSE Euronext, "*Free float is defined 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*" (pág.17).

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 2010.

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)³; 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.

³ Esta descrição é dirigida ao universo empresarial objecto deste estudo. 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. IDET, Almedina (2007), 179-242.

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 11-02*). Assim, cada uma das 20 empresas que integram o índice de referência do mercado português apresenta maiores capitalizações bolsistas e níveis mais elevados de liquidez do que as restantes 24 empresas incluídas no estudo.

6.2. RESULTADOS ECONOMETRICOS

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 II deste Relatório.

Os resultados obtidos podem ser resumidos da seguinte forma:

- (i) Não foi detectada qualquer relação estatisticamente significativa entre o índice de acolhimento e as variáveis de dimensão consideradas, isto é capitalização bolsista, volume de vendas e número de empregados.
- (ii) Os indicadores de desempenho e rentabilidade utilizados também não explicam o grau de acolhimento das recomendações de governo societário. 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*). 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, correspondendo este factor a um acréscimo de 443 pontos no valor do índice de acolhimento individual⁴.

⁴ De referir que no estudo para o mercado português de Alves e Mendes (2009) esta relação positiva também foi encontrada.

- (iv) Outro factor que se revelou explicativo do índice de governo societário foi a estrutura accionista. Com efeito, existe uma relação positiva, e muito significativa em termos estatísticos, entre a variável *free-float* e o índice de acolhimento. Na realidade, os dados revelam que quanto maior a percentagem de acções em livre circulação melhor o acolhimento das recomendações. As estimativas realizadas mostram que um acréscimo de um ponto percentual no *free-float* corresponde a um acréscimo de 14,18 pontos no índice de acolhimento das recomendações de governo societário das empresas.
- (v) A escolha do modelo de governação também afecta o índice de acolhimento das recomendações de governo societário das empresas. Os dados do estudo revelam que empresas que seguem o modelo anglo-saxónico tendem a cumprir mais as recomendações.
- (vi) Por fim, não se obteve no estudo qualquer relação estatisticamente significativa entre o índice de acolhimento e a experiência de mercado de capitais, bem como em relação ao sector de actividade (empresas financeiras vs. empresas não-financeiras)⁵.

Em suma, os resultados do estudo permitem concluir que empresas de maior dimensão e com mais liquidez gerada em bolsa (as que integram o índice PSI 20) apresentam um maior grau de acolhimento das recomendações de governo societário. Outro resultado muito interessante, e original em termos de evidência empírica revelada pela literatura neste domínio, é o facto de quanto maior a percentagem de acções em livre circulação em mercado secundário (*free float*) melhor é o grau de acolhimento por parte de uma empresa. Em conjunto, estes dois resultados indicam 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.

⁵ Estes resultados contrastam com os resultados obtidos anteriormente para as empresas portuguesas por Alves e Mendes (2009).

7. CONCLUSÕES FINAIS

- A. O presente estudo assumiu uma metodologia inovatória para analisar o grau de acolhimento de recomendações constantes do Código de Governo das Sociedades, por parte das sociedades emitentes de acções admitidas à negociação no mercado Euronext Lisbon, segundo os relatórios de governo societário reportados a Dezembro de 2010. Esta metodologia alicerça-se em cinco características essenciais: *i)* natureza privada da avaliação; *ii)* independência da avaliação; *iii)* tempestividade de análise; *iv)* maior pendor analítico, nomeadamente em relação às recomendações múltiplas; e *v)* ponderação da importância das recomendações à luz de *benchmarks* internacionalmente reconhecidos.
- B. O estudo começou por avaliar o grau de densidade das recomendações incluídas no Código de Governo das Sociedades preparado e divulgado pela CMVM. Reputa-se de relevante a conclusão, extraída no decorrer do estudo, segundo o qual mais de metade daquelas recomendações não tem correspondência alguma ou tem uma correspondência apenas mínima nos *benchmarks* internacionais (cfr. *supra*, 3.2). Daqui se infere que o grau de densidade recomendatória no texto nacional é elevado e, em comparação com os *benchmarks* internacionais utilizados, revela-se excessivo.
- C. Este estudo procura demonstrar igualmente a viabilidade e a 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.
- D. Um importante contributo do presente estudo 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 8.920 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. Tais resultados são consistentes com a avaliação positiva efectuada este ano pela OCDE às práticas e estruturas de governo societário nacionais (*OECD/ Corporate Governance Committee, Peer Review. Board Practices: Incentives and Governing Risks*, (2011)).

- E. 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 resultados consistentes com os anteriores, situando-se apenas 11,4% das empresas analisadas nas classes mais baixas (D, CC e C). Por seu turno, 72,8% das sociedades cotadas registam classificações de AAA a A.
- F. No tocante à análise das variáveis explicativas dos níveis de acolhimento de orientações de bom governo, constatou-se que, de um lado, as empresas de maior dimensão e com mais liquidez gerada em bolsa (as que integram o índice PSI 20) apresentam um maior grau de acolhimento das recomendações de governo societário. De outro lado, apurou-se que quanto maior o *free float*, melhor é o grau de acolhimento por parte de uma empresa. Estes dados confluem no sentido de que uma maior exposição ao mercado de capitais se traduz num melhor acolhimento do código de governação societário.
- G. Por fim, há implicações de política legislativa que podem ser retiradas ao presente estudo – quanto ao direccionamento futuro do regime nacional sobre governo societário e o respectivo *enforcement* – nomeadamente quanto à densidade recomendatória vigente, aos inconvenientes das recomendações múltiplas e ao sistema de fiscalização do grau de acolhimento dos códigos de governo. Atenta a natureza deste estudo, embora se deixem sumariamente assinaladas e decorram das conclusões anteriores, não cabe explorar aqui em toda a extensão estas implicações.

ANEXO I

LISTA DAS SOCIEDADES INCLUÍDAS NO ESTUDO

Altri, S.G.P.S., S.A.
Banco BPI, S.A.
Banco Comercial Português, S.A.
Banco Espírito Santo, S.A.
Banif – S.G.P.S., S.A.
Brisa - Auto Estradas de Portugal, 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.
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.
Fisipe - Fibras Sintéticas de Portugal, 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.
Portugal Telecom, S.G.P.S., 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.

ANEXO II

RESULTADOS DA ESTIMAÇÃO ECONOMETRICA

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

$$IND_i = \beta_1 + \beta_2 PSI_i + \beta_3 FF_i + \beta_4 AS_i + e_i$$

em que PSI é uma variável qualitativa que é igual a 1 se a empresa pertence ao PSI 20 e igual a 0 caso contrário; FF representa o *free-float* e AS é uma variável qualitativa que é igual a 1 se é adoptado pela empresa o modelo de governação anglo-saxónico e igual a 0 caso contrário.

O modelo acima apresentado foi estimado pelo método dos mínimos quadrados usando dados para a amostra de 44 empresas incluídas no estudo. A escolha deste método foi validada pelos testes de endogeneidade realizados.

Os testes de heterocedasticidade realizados levaram à conclusão de que a variância dos erros do modelo não era constante. Assim, optou-se pela estimação dos desvios padrão robustos à presença de heterocedasticidade.

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

Equation 1
=====

Method of estimation = Ordinary Least Squares

Dependent variable: IND
Current sample: 1 to 44
Number of observations: 44

Mean of dep. var. = 8919.57	LM het. test = 17.5498 [.000]
Std. dev. of dep. var. = 732.002	Durbin-Watson = 2.07793 [<.755]
Sum of squared residuals = .106916E+08	Jarque-Bera test = 1.53256 [.465]
Variance of residuals = 267291.	Ramsey's RESET2 = 2.98222 [.092]
Std. error of regression = 517.002	F (zero slopes) = 15.4001 [.000]
R-squared = .535965	Schwarz B.I.C. = 342.819
Adjusted R-squared = .501162	Log likelihood = -335.251

Variable	Estimated Coefficient	Standard Error	t-statistic	P-value
C	8094.85	202.619	39.9511	[.000]
PSI	442.753	143.836	3.07819	[.004]
FF	14.1794	3.93090	3.60716	[.001]
AS	571.925	118.285	4.83514	[.000]

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.

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. (2001), “O Governo das Sociedades em Portugal: Uma Introdução”, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 12, 45-55 El Gobierno de Sociedades en Portugal: una introducción, in Revista del Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, n.º 2 (2001), 42-50.

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. (2008), “O Código das Sociedades Comerciais e o Governo das Sociedades”, Almedina, Coimbra.

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

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.

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 No. 1.

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

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.

A equipa responsável pela realização do Estudo agradece à Euronext Lisbon a disponibilização de series estatísticas de mercado, utilizadas na estimação econométrica.