



ASSOCIAÇÃO DE EMPRESAS EMITENTES DE VALORES COTADOS EM MERCADO

AEM - Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado

Largo do Carmo, n.º 4, 1.º Dto., 1200-092 Lisboa, Portugal

RESPOSTA
CONSULTA PÚBLICA RELATIVA AO
PROJECTO DE REGULAMENTO SOBRE
GOVERNO DAS SOCIEDADES COTADAS,
PROJECTO DE ALTERAÇÃO AO
CÓDIGO DO GOVERNO DAS SOCIEDADES,
E PROJECTO DE MODELO DE RELATÓRIO
DE GOVERNO SOCIETÁRIO,
DA COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

MARÇO DE 2013

Conselho Directivo
Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
Rua Laura Alves, n.º 4
1050-138 Lisboa
Endereço electrónico: cmvm@cmvm.pt

Lisboa, 28 de Março de 2013

Exmos. Senhores,

A AEM – Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado (“AEM”), na sua qualidade de representante das empresas emitentes portuguesas, agradece a oportunidade de contribuir com sugestões e comentários adicionais relativamente ao Projecto de Regulamento sobre o Governo das Sociedades Cotadas (“Projecto de Regulamento”) e ao Projecto de Alteração ao Código do Governo das Sociedades da CMVM (“Projecto de Código”), bem como, no que concerne ao Projecto de Modelo de Relatório de Governo Societário (“Modelo de Relatório”), todos da autoria da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), apresentados para consulta pública em 5 de Março passado.

Neste contexto, e tendo em vista a prossecução de uma discussão útil que permita o contínuo aperfeiçoamento dos documentos em causa, em benefício da adopção das melhores práticas de governo pelas empresas emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, a AEM vem, pela presente, expor os seus principais comentários e sugestões.

A. Síntese do Entendimento da AEM

A revisão em apreço, do regime regulatório e recomendatório relativo ao governo das sociedades, foi apresentada, pela CMVM, sob o signo da flexibilização, simplificação e transparência.

E, após análise exaustiva do conteúdo de todos os documentos que integram a proposta de revisão, é entendimento da AEM que o regime proposto pela CMVM poderia, de facto, representar uma evolução positiva face ao enquadramento regulamentar e recomendatório actualmente vigente.

Contudo, e pelas razões que ao longo da presente Resposta, se apresentam detalhadamente, essa evolução positiva, para a qual a AEM tem procurado contribuir, e relativamente à qual pretende continuar a colaborar, mostra-se prejudicada, principalmente, pela pretendida introdução, pela CMVM, de um novo Modelo de Relatório que visa aumentar, de forma exacerbada, desproporcionada e injustificada, o ónus informativo a cargo das empresas emitentes.

i. Sobre a estrutura da proposta de revisão

Para a correcta compreensão dos termos do problema em análise, é absolutamente essencial conhecer, na sua totalidade, a estrutura, e a documentação, da proposta de revisão ¹.

A proposta comporta três documentos:

- o Projecto de Regulamento sobre o Governo das Sociedades Cotadas (que revoga o Regulamento da CMVM n.º 1/2010);
- o Projecto de Alteração ao Código do Governo das Sociedades;
- e, sob o título relativamente anódino de “Anexo ao Projecto de Regulamento sobre o Governo das Sociedades Cotadas”, o Modelo de Relatório de Governo Societário.

Ora, pese embora a pouca relevância que lhe é dada pela CMVM, designadamente, no Documento de Consulta e no Relatório de Análise de Impacto, é este último documento,

¹ Disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/Cmvm/Pages/ProjetoRegulamentodaCMVMsobreGovernoDasSociedadesCotadase.aspx>

o Modelo de Relatório de Governo Societário, aquele que maior impacto prático terá na vida das empresas emitentes.

E é, em grande medida, em virtude da extensão, complexidade e arbitrariedade, do mencionado projecto de Modelo de Relatório, que as empresas emitentes não podem aceitar como boa a proposta de revisão apresentada pela CMVM, pese embora a evolução positiva que se reconhece nos outros dois projectos apresentados.

ii. Sobre o Modelo de Relatório

Nos termos do regime actualmente vigente, as empresas emitentes estão obrigadas a, anualmente, divulgar um relatório detalhado sobre a estrutura e as práticas de governo societário, e, simultaneamente, apresentar à CMVM um Questionário relativo a ‘Informação Estatística sobre o Governo da Sociedade’.

A AEM tem defendido a abolição da exigência de prestação de informação estatística complementar ao relatório detalhado sobre a estrutura e as práticas de governo societário de cada sociedade.

De facto, é entendimento desta Associação que o ponto de observação e análise adoptado pela CMVM deve ser o do investidor no mercado de capitais, o qual, normalmente, apenas tem acesso à informação disponibilizada publicamente através do Relatório de Governo Societário de cada sociedade.

Esta foi, aliás, a abordagem adoptada pela Católica Lisbon School of Business & Economics na produção do “Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações, Índice e Rating de Governo Societário”, o que permitiu demonstrar que é possível proceder à análise precisa e detalhada do grau de acolhimento das recomendações em vigor através da leitura dos relatórios de governo de cada sociedade.

Ora, se é certo que a CMVM se propõe suprimir o referido Questionário sobre ‘Informação Estatística sobre o Governo da Sociedade’, o facto é que tal supressão tem carácter meramente formal: não estamos perante uma verdadeira abolição da exigência de prestação de informação estatística complementar ao Relatório, conforme aliás reconhecido pela CMVM, mas sim perante uma “condensação dos dois anexos até agora existentes num único anexo” já que “no que respeita ao conteúdo informativo do referido Relatório, o mesmo resulta de uma consolidação dos dois atuais anexos ao

Regulamento da CMVM n.º 1/2010 que, por essa via, passam a constar de um único documento de apresentação obrigatória – o referido ‘Relatório de Governo Societário’”.

Na verdade, o conteúdo do anterior Questionário, na sua quase totalidade, passa a estar incluído no Modelo de Relatório proposto, cujo conteúdo informativo, de facto, resulta da consolidação dos seguintes elementos:

- Recomendações que foram eliminadas do Código mas que transitam para o Modelo de Relatório;
- Conteúdo do Questionário (Anexo II ao actual Regulamento da CMVM n.º 1/2010), formalmente eliminado mas que transita para o Modelo de Relatório;
- Exigências legais de informação resultantes do Código dos Valores Mobiliários;
- Relatório relativo à apreciação sobre as Recomendações do Governo das Sociedades (ou seja, o Relatório sobre o acolhimento do Código de Governo das sociedades a que a sociedade se encontre sujeita ou tenha decidido voluntariamente sujeitar-se);
- Um conjunto vasto de outras informações cuja exigência não resulta, de modo, directo, de obrigação legal, regulatória ou recomendatória, devidamente identificada.

Ou seja, um dos elementos centrais da proposta de revisão apresentada pela CMVM é a criação de um documento, de apresentação obrigatória e estrutura condicionada, que aumenta de modo exacerbado, desproporcionado e injustificado o ónus informativo a cargo das empresas emitentes, multiplicando o correspondente peso burocrático e os custos associados ao respectivo cumprimento.

A isto acresce que a transição de actuais recomendações, e de novas exigências de informação, para o Modelo de Relatório tem como consequência que a maioria das obrigações de informação em causa passam a ter assento regulatório e já não recomendatório pelo que passa a estar muito limitado o âmbito de aplicação do princípio *comply or explain*.

iii. Sobre os objectivos da proposta de revisão

Do exposto, decorre que a proposta de revisão em apreço, a ser concretizada nos termos apresentados, não contribui para a simplificação do regime vigente em matéria de governo das sociedades.

É verdade que foram eliminadas do Projecto de Código, e, portanto, do âmbito recomendatório, algumas matérias de natureza informativa não essencial e sem dignidade recomendatória, em linha com as propostas apresentadas pela AEM.

Mas é igualmente verdade que são várias as novas recomendações introduzidas pelo Projecto de Código que contribuem para uma maior densificação do documento e para o aumento de complexidade do esforço das empresas emitentes quanto ao respectivo acolhimento.

Além disso, a grande parte dessas matérias e temas transitam do âmbito recomendatório para o âmbito regulamentar, o que tem dois efeitos negativos principais.

Em primeiro lugar, a simplificação preconizada pela proposta de revisão é posta em causa pela transição das actuais recomendações para o foro regulamentar, já que o que presentemente assume uma natureza meramente recomendatória passa a revestir-se de um cariz vinculativo limitativo do âmbito de aplicação do princípio *comply or explain*.

Em segundo lugar, aumenta, efectivamente, o ónus informativo a cargo das empresas emitentes, sem justificação aparente ou explícita, resultando a maior extensão e densificação do conteúdo do Modelo de Relatório numa injustificada maior onerosidade para as empresas emitentes.

Do mesmo modo, a proposta de revisão em apreço, a ser concretizada nos termos apresentados, não contribui para a flexibilização e promoção de uma maior autonomia por parte das sociedades cotadas no que respeita às boas práticas governativas.

É verdade que, conforme veremos em maior detalhe, o Projecto de Regulamento acolhe um conjunto de soluções que são apreciadas pela AEM e que poderão permitir uma maior liberdade de adaptação às empresas emitentes.

Porém, caso o Modelo de Relatório se mantenha nos termos propostos, o mesmo prejudicará grave e inevitavelmente a referida liberdade de adaptação, condicionando o desenvolvimento de novas iniciativas da sociedade civil em matéria de elaboração de novas recomendações e de adopção de códigos alternativos, ou, em geral, quanto ao desejável caminho de auto-regulação que nesta matéria deveria ser prosseguido.

Deste modo, e através de um mecanismo formal e de natureza essencialmente burocrática, o Modelo de Relatório, compromete-se uma dimensão fundamental do processo de viragem, quanto à autoria e iniciativa dos códigos de governação societária, de um modelo público para um modelo privado e contribui-se, pois, para a manutenção do protagonismo da CMVM, que se nos afigura excessivo, em sede de governo societário, impossibilitando a muito aguardada, necessária e salutar separação entre governação e *compliance*.

E, igualmente, a proposta de revisão em apreço, a ser concretizada nos termos apresentados, não contribui para a maior transparência do mercado.

Em primeiro lugar, deve notar-se que a descrição dos requisitos informativos e dos elementos que, nos termos do Modelo de Relatório, devem constar do relatório sobre a estrutura e as práticas de governo societário, se estende por mais de trinta páginas (sendo certo que esse número de páginas não inclui o teor do Relatório sobre o acolhimento do Código de Governo das sociedades, a que a sociedade se encontre sujeita ou tenha decidido voluntariamente sujeitar-se, pelo que a respectiva extensão acresce à extensão, já de si exacerbada, resultante do Modelo de Relatório).

Esta simples observação mostra que, face à obrigação de inclusão de toda a informação exigida, os referidos relatórios facilmente apresentarão uma dimensão na ordem das muitas dezenas (e centenas) de páginas, situação que, claramente, contraria as modernas tendências e melhores práticas em matéria de bom reporte de informação a qual se pretende pautada pela respectiva clareza, simplicidade, acessibilidade e transparência.

Por outro lado, e conforme adiante se demonstrará com maior detalhe, o novo Modelo de Relatório prejudica igualmente a actuação das empresas emitentes no seu esforço de captação da melhor atenção dos investidores, accionistas e analistas para a informação divulgada, designadamente, por via da utilização e edição de conteúdos material e graficamente apelativos.

A imposição de uma estrutura rígida e espartilhada de Modelo de Relatório não se coaduna com a dinâmica da estratégia, da actividade e do negócio das empresas cotadas, e não pode colher a concordância da AEM na medida em que as diferenças entre os mercados de intervenção e a estrutura organizativa das diferentes empresas emitentes claramente desaconselha a adopção de um formato único, e não adequado, face à diversidade do ecossistema de actuação de cada sociedade.

iv. Sobre a opção pela revisão do Regulamento da CMVM n.º 1/2010 e do Código do Governo das Sociedades da CMVM, e da respectiva Análise de Impacto

Como pressuposto de princípio, a AEM aceita que, no momento presente, a opção de rever a regulamentação e Código de Governo das Sociedades da CMVM actualmente em vigor, possa ser aquela que melhor assegura a maior protecção dos accionistas e a que permite assegurar esse desiderato com maior eficiência.

Porém, e em primeiro lugar, repete-se, a proposta de revisão apresentada não permite alcançar essa maior protecção e maior eficiência.

E, em segundo lugar, a revisão da regulamentação e Código de Governo das Sociedades da CMVM, se, a final, vier a prosseguir objectivos reais de simplificação do edifício normativo existente (resultado que não decorre, no momento presente, da proposta apresentada), deve constituir um passo na direcção de uma futura solução com base no mercado, ou seja, remetendo a matéria da relação entre a empresa emitente e os seus accionistas, o mais possível, para o domínio da autorregulação, e dando efectiva concretização ao princípio da primazia accionista no governo das sociedades cotadas.

Na verdade, deve notar-se que, ao contrário do afirmado pela CMVM, a presente revisão da sua regulamentação e Código de Governo das Sociedades, concretizada na proposta apresentada, não constitui decorrência necessária das obrigações consagradas no art. 245.º-A do CVM, de divulgação de informação anual sobre governo das sociedades, cujo bom cumprimento pelas sociedades cotadas nunca foi posto em causa pela autoridade de supervisão e cujo conteúdo útil se mostra largamente ultrapassado pelo teor do Modelo de Relatório proposto.

Acresce que continua a faltar uma verdadeira análise de impacto do regime regulamentar e recomendatório do Governo das Sociedades Cotadas em Portugal.

Na verdade, é nosso entendimento que uma (verdadeira) análise de impacto deve realizar a avaliação dos custos e benefícios potenciais da política ou regime em análise, de forma quantificada e detalhada, bem como os riscos associados à iniciativa e respectivos impactos nas empresas cotadas e no mercado de capitais.

Apenas através da identificação precisa das vantagens e desvantagens em causa, para cada uma das partes relevantes, e da sua apreciação quantificada e detalhada, é possível

aquilatar da razoabilidade da intervenção regulatória, apreciar o peso específico de cada uma das opções em discussão e compreender as consequências da intervenção proposta.

Ora, a presente proposta, pese embora a inclusão de um Relatório de Análise de Impacto, não observa uma metodologia de quantificação dos custos e benefícios em causa e não incide sobre questões fundamentais quanto às consequências da intervenção legislativa em causa.

Por exemplo, não se discute qual o efeito do enquadramento regulatório e recomendatório vigente em matéria de governo das sociedades na incapacidade do mercado de capitais nacional para atrair novas empresas cotadas e de se afirmar como verdadeira fonte de financiamento alternativa ao financiamento bancário.

Mas, para além disso, as conclusões do Relatório de Análise de Impacto, em nosso entender, mostram-se insuficientemente fundamentadas e não são exactas.

Na verdade, a proposta de revisão da regulamentação e do regime recomendatório apresentada pela CMVM não dá a melhor resposta do ponto de vista da eficácia regulamentar ao conjunto dos objectivos prosseguidos pela autoridade, pois:

- não acolhe aspectos essenciais das observações produzidas pelas sociedades cotadas ao longo dos últimos anos, quanto ao carácter excessivamente burocrático dos processos de elaboração, interpretação, aplicação e monitorização em matéria de governo das sociedades;
- não promove uma regulação mais inteligente (*smart regulation*), já que não concretiza a anunciada simplificação das disposições e exigências a cargo das empresas cotadas, em particular, em matéria de prestação de informação;
- não segue a tendência internacional de garantir às sociedades cotadas maior autonomia quanto às suas práticas de bom governo, aspecto que resulta claramente prejudicado pela proposta de Modelo de Relatório apresentado.

Do ponto de vista da eficiência, também se considera que a abordagem proposta poderá não se traduzir em melhorias efectivas já que deverá contribuir para aumentar a carga administrativa e burocrática, e os custos, a cargo das empresas supervisionadas.

E, por último, no que respeita à consistência, considera-se que a abordagem proposta não é consistente com os objectivos anunciados pela CMVM, de maior simplificação, maior flexibilização e maior transparência.

Este ponto é particularmente reflectido no Relatório de Avaliação de Impacto, no qual, a páginas catorze, se pode ler:

“Um aspecto menos positivo para as sociedades cotadas consubstancia-se na necessidade de adaptação ao novo regime recomendatório e regulamentar, ora implementando diferentes práticas para passar a conformar-se com o sentido das diferentes recomendações, ora prestando informação quanto ao modelo adotado de forma distinta, porventura mais objetiva e mais completa, mas que seguramente implicará um impacto negativo no curto prazo relativamente aos recursos a utilizar.

Espera-se que, no médio e longo prazo, este impacto negativo possa ser compensado com a poupança de recursos originada por requisitos de informação mais leves do que os atualmente existentes.”

Ora, na medida em que, conforme *infra* se demonstrará, os requisitos de informação propostos não são mais leves do que os actualmente existentes, é o próprio Relatório de Avaliação de Impacto da CMVM que assume, como corolário necessário, que o impacto negativo da sua proposta não será compensado, e será agravado, pela excessiva alocação dos recursos necessária para dar resposta às excessivas exigências de informação propostas.

v. Conclusões da Síntese

É importante recordar que, na observação realizada, com base nos Relatórios de Governo, produzidos ao abrigo do Código em vigor, divulgados em 2012, se concluiu:

- na análise realizada pela Católica Lisbon School of Business & Economics: em média, o grau de acolhimento ponderado das regras de governação com correspondência internacional pelas empresas portuguesas cotadas em 2011, apurado pelo Índice Católica/AEM, foi de 9.165 (em 10.000 pontos), sendo o grau de acolhimento médio das empresas associadas da AEM que integraram a análise significativamente superior (9.452 pontos);
- na análise realizada pela CMVM: o grau médio de adopção das recomendações aumentou para cerca de 90% em 2011, comprovando que as sociedades cotadas portuguesas melhoraram o nível de acolhimento das recomendações e denotando o esforço acrescido das empresas na adopção das melhores práticas de governação.

Ou seja, é claro que as empresas cotadas nacionais têm sabido assegurar que a sua actividade é realizada de acordo com os melhores princípios internacionais de governo

societário, assim assegurando que os investidores encontram, em Portugal, empresas emitentes geridas de acordo com as melhores práticas e com transparência idêntica ou superior à das suas concorrentes estrangeiras, consubstanciando-se tal actuação no acolhimento das recomendações vigentes (o que acontece apesar de, em muitos casos, as empresas emitentes discordarem do conteúdo dessas recomendações, por o considerarem pouco adequado à especificidade dos emitentes e do mercado de capitais portugueses).

Além disso, no caso português, o grau de sofisticação, qualidade e detalhe já alcançados pelas empresas emitentes na produção dos respectivos Relatórios anuais, e Relatórios de governo, e generalizadamente reconhecida pela comunidade no mercado de capitais, já mais do que justifica que se dispense a intervenção de pendor marcadamente dirigista da autoridade de supervisão, no sentido da exorbitante padronização da informação em causa.

E é a própria autoridade de supervisão que reconhece, no documento principal da consulta em apreço, que “no presente estágio de evolução em matéria de conhecimento e percepção das melhores práticas de governo das sociedades reconhecidas a nível nacional e internacional, deverão os agentes económicos ser confrontados com a responsabilidade de fazerem eles próprios um juízo sobre se os diferentes códigos disponíveis asseguram um nível de protecção dos interesses dos accionistas e de transparência do governo societário adequados”.

Ora, também por essa razão, constitui causa de significativa perplexidade que, no momento em que a CMVM parece prosseguir um caminho, positivo, de evolução e adequação do Código de Governo, e do Regulamento sobre o Governo das Sociedades, o Modelo de Relatório proposto siga caminho inverso.

Avaliados todos os documentos que constituem a proposta de revisão, conclui-se que o regime proposto, a concretizar-se, é susceptível de aumentar a complexidade, a burocracia e os custos a cargo das sociedades cotadas, e criará assinalável opacidade relativamente aos investidores e accionistas, por essa via, prejudicando o bom (e urgente) desenvolvimento do mercado de capitais nacional e, em especial, a sua capacidade de atracção de novas empresas emitentes.

B. Sobre o projecto de Código de Governo das Sociedades da CMVM

No seu conjunto, e pelas razões que a seguir se expõem, as alterações propostas ao Código demonstram receptividade da CMVM às observações feitas pela AEM o que nos parece de louvar.

Sem prejuízo, cumpre voltar a notar que as alterações propostas apenas poderão produzir verdadeiros efeitos positivos no caso de o Modelo de Relatório proposto vir, igualmente, a ser alterado.

Caso o Modelo de Relatório se mantenha tal qual proposto, a apreciação positiva realizada quanto ao Código perde o seu sentido na medida em que a mesma resulta gravemente prejudicada pela apreciação negativa global da proposta de revisão.

Mas analisemos, então, o Projecto de Código.

Em primeiro lugar, cumpre registar o que nos parece constituir a evolução construtiva do projecto em análise, face ao seu predecessor, o Código de Governo actualmente vigente, tanto na perspectiva substancial como formal.

Da perspectiva substancial, nota-se que o projecto em análise tomou em consideração algumas das sugestões e comentários que a AEM teve oportunidade de apresentar à CMVM, relativamente ao Código em vigor.

Neste sentido, a AEM congratula-se com a abertura e disponibilidade manifestadas pela CMVM para a concretização de contactos no contexto do processo de desenvolvimento do novo Código, bem como a evolução construtiva do novo projecto, que, em comparação com o Código em vigor, parece mostrar-se mais adequado e adaptado à realidade que visa abranger.

E, no mesmo sentido, a AEM considera positivas as propostas agora apresentadas, de eliminação de um conjunto de Recomendações que, de facto, nos termos em que constam do Código actualmente em vigor, correspondem a práticas de governo que não parecem contribuir para uma maior informação ou protecção dos investidores.

De um ponto de vista formal, também a redução significativa do número de recomendações com conteúdo múltiplo, na medida em que as mesmas impedem a aplicação de um critério analítico correcto quanto ao grau de acolhimento da

recomendação na sua globalidade, poderá contribuir para um sistema de governo societário mais transparente e eficiente.

Porém, e sem prejuízo do referido, persistem ainda várias recomendações e pontos no novo Projecto de Código, com carácter substancial, que nos parece carecerem de reponderação com vista à adopção de alternativas dotadas da flexibilidade adequada à diversidade, dimensão e estrutura accionista das empresas emitentes e às características específicas do mercado de capitais portugueses.

B.1. Comentários específicos sobre as Recomendações individualmente consideradas

Recomendação I.3.3.

I.3.3. As sociedades devem assegurar a proporcionalidade entre os direitos de voto e a participação accionista, preferencialmente através de previsão estatutária que faça corresponder um voto a cada acção. Não cumprem a proporcionalidade as sociedades que, designadamente: i) tenham acções que não confirmam o direito de voto; ii) estabeleçam que não sejam contados direitos de voto acima de certo número, quando emitidos por um só accionista ou por accionistas com ele relacionados.

(Nova Recomendação) I.3 As sociedades não devem estabelecer mecanismos que tenham por efeito provocar o desfasamento entre o direito ao recebimento de dividendos ou à subscrição de novos valores mobiliários e o direito de voto de cada accionista. Em particular, as sociedades não devem emitir acções com diferentes categorias de direitos de voto nem estabelecer limites à contagem dos direitos de voto, sem prejuízo do disposto na recomendação seguinte.

Do cotejo entre a anterior Recomendação I.3.3. e a nova Recomendação I.3., é entendimento da AEM que foi acolhida na sua quase totalidade a sugestão anteriormente apresentada, no sentido da supressão integral daquela recomendação, em particular no que se refere à supressão do princípio *one share, one vote*, aspecto que se encara como particularmente positivo.

Na verdade, em coerência com o que a AEM tem vindo a preconizar, não sendo este princípio universalmente aceite e situando-se no foro da decisão accionista, é justificável que se opte por não regular esta temática.

Aliás, como é conhecido, a questão da proporcionalidade entre titularidade e controlo das acções detidas em “sociedades cotadas” tem sido amplamente discutida, desde logo,

no âmbito das instituições da União Europeia, tendo sido produzidos vários estudos no âmbito dos quais se concluiu ser impossível estabelecer uma ligação causal inequívoca entre os desvios ao princípio de proporcionalidade e a *performance* financeira ou o *corporate governance* de uma empresa emitente, encontrando-se já anunciadas novas iniciativas no sentido de enfatizar a pouca adequação do princípio em causa.

Para o bom entendimento da redacção da Recomendação I.3., é igualmente importante a clarificação feita pela CMVM, no documento de consulta, ao confirmar que “a recomendação estabelece que deve ser salvaguardado um princípio de proporcionalidade, expresso no facto de o poder de voto do accionista dever ser equivalente à medida dos seus direitos de ‘cash flow’ [o que] não implica, literalmente, que a cada ação tenha de corresponder um voto, mas implica que não seja estabelecido um limiar demasiado elevado que exclua, na prática, os pequenos investidores da participação nas assembleias gerais”, ali se confirmando, igualmente, “que, no momento corrente, em nenhuma das empresas cotadas nacionais esse limiar é excedido”.

Em qualquer caso, julgamos importante que a redacção da recomendação torne claro que não se aplica a categorias de acções que pelas suas características configuram instrumentos de financiamento, ainda que privados do direito de voto.

Sem prejuízo do exposto, pede-se a melhor atenção para o que se escreve no ponto seguinte o qual implica igualmente consequências quanto à Recomendação I.3.

Recomendação I.6.1

I.6.1. As medidas que sejam adoptadas com vista a impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição devem respeitar os interesses da sociedade e dos seus accionistas. Os estatutos das sociedades que, respeitando esse princípio, prevejam a limitação do número de votos que podem ser detidos ou exercidos por um único accionista, de forma individual ou em concertação com outros accionistas, devem prever igualmente que, pelo menos de cinco em cinco anos, será sujeita a deliberação pela Assembleia Geral a alteração ou a manutenção dessa disposição estatutária – sem requisitos de quórum agravado relativamente ao legal – e que, nessa deliberação, se contam todos os votos emitidos sem que aquela limitação funcione.

(Nova Recomendação) I.4 As medidas que sejam adoptadas com vista a impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição devem respeitar os interesses da sociedade e dos seus accionistas. Os estatutos das sociedades que, respeitando esse princípio, prevejam a limitação do número de votos que podem ser detidos ou exercidos por um único accionista, de forma individual ou em concertação com outros accionistas, devem prever igualmente

que, pelo menos de cinco em cinco anos, será sujeita a deliberação pela Assembleia Geral a alteração ou a manutenção dessa disposição estatutária – sem requisitos de quórum agravado relativamente ao legal – e que, nessa deliberação, se contam todos os votos emitidos sem que aquela limitação funcione.

A AEM retoma no presente documento os argumentos que tem vindo a apresentar à CMVM relativamente às reservas que esta recomendação lhe merece, e cuja razão de ser se mantém em face da opção no sentido de manter inalterado o conteúdo da recomendação.

Nestes termos, no âmbito das medidas que visam impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição, a nova Recomendação I.4. continua a determinar que os estatutos das empresas emitentes que prevejam a limitação do número de votos que podem ser detidos ou exercidos por um único accionista, ou por accionistas com este relacionados, deverão prever igualmente que, pelo menos de cinco em cinco anos, será sujeita a deliberação pela Assembleia Geral uma proposta de alteração ou manutenção de tais disposições estatutárias.

A AEM mantém, pois, as preocupações enunciadas quanto à complexidade da recomendação, quer pelas dúvidas suscitadas pela sua redacção, quer pela delicadeza do tema e pelas diversas discussões doutrinárias, dificuldades práticas e interesses antagónicos que convoca.

Cumprе recordar exemplos de problemas específicos.

Desde logo, o princípio geral enunciado no primeiro parágrafo parece demasiado vago para poder fundamentar uma asserção de cumprimento ou de incumprimento, situação que não é modificada pela presente sugestão de alteração da redacção.

É igualmente certo que, em última análise, o cumprimento da recomendação não depende do órgão de administração, mas dos accionistas.

Do mesmo modo, do ponto de vista da sistematização desta recomendação, podem existir vantagens numa melhor sistematização com a recomendação seguinte (a qual, contudo, na nova redacção agora sugerida, nos suscita as maiores reservas).

Em qualquer caso, o aspecto mais relevante da discussão decorre do facto de a Recomendação I.6.1. parecer não tomar em consideração que as limitações estatutárias ao número de votos que podem ser exercidos por um único accionista, ou por accionistas com este relacionados, representam uma medida de ampliação da democracia accionista e contribuem para a dispersão do capital social, bem como para a maior transparência do governo das empresas emitentes.

Estas disposições estatutárias, que surgiram historicamente em diversos países da Europa, e que traduzem intrinsecamente uma medida de ampliação da democracia accionista (reduzindo o poder de voto dos maiores accionistas e ampliando correspondentemente o poder de voto das minorias), são também normalmente entendidas como susceptíveis de interferir no êxito de ofertas públicas de aquisição.

Ora, importa reiterar que ao possível efeito de diminuição da frequência de ofertas públicas não deve deixar de ser contraposto o efeito de incentivo à melhoria das condições de atractividade dessas mesmas ofertas públicas, já que apenas níveis mais elevados de adesão pelos destinatários permitem alcançar limiares de controlo.

Acresce que a consagração estatutária de *voting caps* constitui matéria que deverá ser deixada à decisão accionista: aos accionistas compete a sua aprovação (seja para consagrar, seja para abolir esses *voting caps*), tendo estes também a faculdade de propor, nos termos legais, à Assembleia Geral, a inserção desse ponto na ordem de trabalhos.

A título de exemplo, pode ser referida a solução adoptada pelo código de governo italiano, de Março de 2006, no qual se recomendava que o órgão de administração desenvolvesse os seus melhores esforços para reduzir as restrições que dificultassem a participação e exercício de direito de voto. Relativamente à exigência de percentagens mínimas para o exercício de direito de voto, apenas se impunha àquele órgão que aferisse regularmente a necessidade de adaptar tais percentagens, de acordo com a evolução da dimensão da sociedade e da sua estrutura accionista. Mais recentemente, o código de governo italiano, de Dezembro de 2011, deixou mesmo de disciplinar esta temática.

Por último, cumpre recordar que, tratando-se de recomendação com conteúdo múltiplo, pelas razões já explicadas, e sem prejuízo da análise acabada de realizar, deve ser reformulada quanto a esse aspecto.

De facto, como resulta do exposto, a matéria da “limitação do número de votos” não deve ser reconduzida à questão das medidas destinadas a impedir o êxito das ofertas públicas de aquisição, o que configura uma visão algo redutora sobre o assunto e que parece não considerar, por exemplo, a relevância daquelas limitações na configuração de equilíbrios nas estruturas accionistas.

Face a todo o exposto, a AEM sugere a supressão integral da nova Recomendação I.4. e, em coerência, também da parte final da Recomendação I.3.

Recomendação I.6.2

I.6.2. Não devem ser adoptadas medidas defensivas que tenham por efeito provocar automaticamente uma erosão grave no património da sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração, prejudicando dessa forma a livre transmissibilidade das acções e a livre apreciação pelos accionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração.

(Nova Recomendação) I.5 Não devem ser adoptadas medidas que tenham por efeito exigir pagamentos ou a assunção de encargos pela sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração e que se afigurem susceptíveis de prejudicar a livre transmissibilidade das acções e a livre apreciação pelos accionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração. Exceptuam-se do disposto na presente recomendação as cláusulas inseridas em contratos de financiamento, desde que não tivesse sido possível obter financiamento em condições normais de mercado sem essa imposição.

No actual “Código de Governo das Sociedades” da CMVM, a Recomendação I.6.2. determina que “Não devem ser adoptadas *medidas defensivas que tenham por efeito provocar automaticamente uma erosão grave no património da sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração, prejudicando* dessa forma a livre transmissibilidade das acções e a livre apreciação pelos accionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração.”

No anteprojecto de novo “Código de Governo das Sociedades” da CMVM, esta Recomendação (que passa a ter o número I.5.) é alterada, passando a ter o seguinte conteúdo: “Não devem ser adoptadas *medidas que tenham por efeito exigir pagamentos ou a assunção de encargos pela sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança de composição do órgão de administração* e que se afigurem susceptíveis de prejudicar a livre transmissibilidade das acções e a livre apreciação pelos accionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração. *Exceptuam-se do disposto na presente recomendação as cláusulas inseridas em contratos de financiamento, desde que não tivesse sido possível obter financiamento em condições normais de mercado sem essa imposição.*”

Foi com surpresa que a AEM tomou conhecimento da sugestão de alteração da recomendação I.6.2 (agora, recomendação I.5).

De facto, o teor da referida recomendação não havia sido objecto de qualquer comentário ou reparo, designadamente, no nosso documento “Análise e Propostas Sobre Corporate Governance”, apresentado à CMVM em Setembro de 2012, na medida em

que, na redacção vigente, a mesma se nos afigura equilibrada e adequada aos interesses que pretende prosseguir.

Aliás, deve notar-se que a referida recomendação tem conhecido elevados índices de acolhimento por parte das empresas emitentes: nos Relatórios Católica/AEM (sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações, Índice e Rating de Governo Societário), verificou-se que, relativamente a 2011, a recomendação foi acolhida por 97,7% do total das empresas emitentes e 100% das empresas que constituíam o Índice PSI20 (a totalidade das empresas havia acolhido a recomendação em 2010); e, nos Relatórios de monitorização da própria CMVM, verificou-se, igualmente, uma percentagem de acolhimento de 100%, tanto em relação a 2010 como em relação a 2011.

Ora, quanto à proposta de alteração de redacção agora apresentada, considera a AEM que a mesma não deve proceder, pelas razões que em seguida se apresentam.

Em primeiro lugar, a redacção da nova proposta de Recomendação I.5. é substancialmente mais abrangente do que a agora vigente, num sentido que penaliza as empresas emitentes.

A AEM discorda, designadamente, da substituição dos critérios utilizados para descrever os efeitos das medidas (que deixam de ser apelidadas de “defensivas”) que se recomenda à sociedade não adoptar em caso de transição de controlo ou de mudança de composição do órgão de administração.

Na verdade, deixar de caracterizar as referidas medidas por recurso a um efeito (para mais “automático”) de “erosão grave no património da sociedade”, para passar a descrevê-las com base na circunstância de serem “medidas que tenham por efeito exigir pagamentos ou a assunção de encargos pela sociedade”, amplia de forma exarcebada o âmbito objectivo da recomendação, onerando excessivamente as empresas emitentes, sem que se compreenda qual a contrapartida obtida no que respeita à protecção dos investidores.

Acresce a discordância, de fundo, quanto à eliminação da exigência de um efectivo prejuízo (“prejudicando”) e sua troca por um juízo de “susceptibilidade de prejuízo” (nova redacção da Recomendação I.5.), o que, mais uma vez, contribui para ampliar, de forma não justificada, o âmbito de aplicação da recomendação e torna a respectiva aplicação muito menos objectiva e muito mais sujeita a incerteza jurídica.

Além disso, a AEM discorda igualmente da redacção da última parte da recomendação agora proposta, e que não consta da correspondente recomendação em vigor, tratando-se de um aditamento.

Tanto quanto é dado perceber, pretende-se, com este novo parágrafo, excepcionar das medidas defensivas que a sociedade não deve adoptar, um conjunto de situações relacionadas com o financiamento da própria sociedade.

Ora, a AEM entende que os contratos de financiamento em vista deverão ser excluídos do âmbito de aplicação da presente recomendação, na medida em que a inclusão das cláusulas em causa é, as mais das vezes, alheia (quando não contrária) à vontade das sociedades cotadas.

Essa exclusão deve fazer-se de forma expressa e automática e sem que as sociedades cotadas sejam obrigadas a demonstrar que a inclusão daquelas cláusulas decorre da circunstância de os contratos de financiamento a que dizem respeito não poderem ser celebrados em “condições normais de mercado” sem as mesmas, antes devendo a autoridade de supervisão, se assim o entender, actuar ao nível da prevenção da existência de tais cláusulas que pretendem proteger o crédito por parte da entidade financiadora e não a empresa emitente.

Em qualquer caso, no entendimento da AEM, a existência de tais acordos nunca deverá conduzir à conclusão pelo não acolhimento da recomendação proposta, já que a sua existência é sempre sustentada por uma adequada justificação, no âmbito do princípio *comply or explain*, mercê da imposição das mesmas às sociedades cotadas, em especial no actual contexto da economia nacional.

Ao que acresce que, se o que se pretende é, em última análise, o cumprimento dos deveres fiduciários a que o órgão de administração está funcional e legalmente obrigada, esses deveres já decorrem de lei imperativa, pelo que não faz sentido querer impô-los, também, por via recomendatória.

Por todo o exposto, entende a AEM ser de rejeitar a nova Recomendação I.5., sendo preferível manter a actual redacção da Recomendação I.6.2.

A manter-se a actual redacção da nova Recomendação I.5., e tendo em conta que, conforme acima explicitado, a mesma apresenta uma formulação particularmente exigente no que respeita a cláusulas de alteração de controlo, a AEM entende que a excepção mencionada ao longo desta análise deveria ser alargada a outros tipos contratuais, em função do negócio e especificidades de cada sociedade (devendo incluir-se, por exemplo, contratos de cooperação empresarial ou acordos com administradores ou dirigentes no âmbito dos quais se preveem compensações em caso de cessação do vínculo com pessoas com responsabilidade na gestão da sociedade visada por iniciativa desta).

E, por outro lado, nesse caso, deveria ser revisto o carácter vago do conceito de “condições normais de mercado”, utilizado para a densificação da excepção em causa,

que dificulta a compreensão do sentido da nova recomendação e em nada contribuirá para um acolhimento uniforme da mesma.

Na verdade, não existe um conceito abstracto de “condições normais de mercado” sem correspondência nas condições, por natureza “normais”, do mercado no qual em cada momento as empresas emitentes desenvolvem a sua actividade.

Sem prejuízo, a manter-se a actual redacção da nova Recomendação I.5., a matéria em apreço constitui um ponto de divergência grave quanto ao conteúdo do (novo) Código.

Recomendação II.1.1.5.

II.1.1.5. Os órgãos de administração e fiscalização devem ter regulamentos de funcionamento os quais devem ser divulgados no sítio na Internet da sociedade.

(Nova Recomendação) II.1.1. A sociedade deve promover uma clara separação entre as funções de governação – que devem ser asseguradas pelo plenário do órgão de administração e, em especial, pelos administradores não executivos – e as funções de gestão – que no âmbito do órgão de administração devem ser asseguradas pelos administradores executivos – para o que deverá, através da previsão em regulamentos internos ou mediante via equivalente: a) Reservar para a esfera da governação, a discussão e aprovação da estratégia e das principais políticas da sociedade, a definição da estrutura empresarial do grupo, e a tomada de decisões que devam ser consideradas estratégicas devido ao seu montante ou risco; b) Reservar a administração quotidiana da sociedade para os administradores executivos; c) Reservar para os membros não executivos as tarefas de acompanhamento, supervisão e avaliação da actividade da sociedade, em especial no que se refere à qualidade da informação divulgada, ao cumprimento do plano estratégico e à execução das principais políticas da sociedade.

(NOTA: Esta nova redacção sugerida pela CMVM com o novo número de Recomendação II.1.1. corresponde também a uma nova versão das Recomendações II.2.2. e I.1.2.1.)

A proposta de Recomendação II.1.1. refere o seguinte: “A sociedade deve promover uma clara separação entre as *funções de governação* – que devem ser asseguradas pelo plenário do órgão de administração e, em especial, pelos administradores não executivos – e as *funções de gestão* – que no âmbito do órgão de administração devem ser asseguradas pelos administradores executivos.”

São vários os pontos, e as razões de discordância, da AEM relativamente a esta proposta de redacção da CMVM.

A AEM entende que o texto recomendatório não deve conter qualquer orientação à sociedade para que afecte as funções de gestão aos administradores executivos e as funções de governação ao plenário da administração e, em particular, aos administradores não executivos.

De facto, esta orientação/recomendação, nos termos expressos, pode suscitar dúvidas pertinentes quanto à respectiva legalidade.

Com efeito, nos termos do art. 405.º, n.º 1, do Código das Sociedades Comerciais (CSC), é da exclusiva competência do conselho de administração a gestão (*lato sensu*) das actividades da sociedade, sendo irrelevantes as limitações não legais a tais poderes de gestão que possam constar dos estatutos ou resultar de deliberações dos accionistas, mesmo que essas limitações estejam publicadas e sejam conhecidas de terceiros (art. 409.º, n.º 1, CSC).

Tal significa que, nos termos da lei, os administradores desempenham funções de gestão, sendo indiferentemente responsabilizados pela prática dessas funções, não prevendo a lei, para esse efeito, quaisquer sub-distinções entre funções de gestão e funções de governação.

Ora, onde o legislador não distingue, não cabe ao intérprete – ou, no caso, ao regulador – distinguir.

Ao acima referido, e em idêntico sentido, acresce que a lei prevê também como competência própria do conselho de administração a possibilidade de este órgão encarregar especialmente algum ou alguns administradores de se ocuparem de certas matérias de administração, sendo que esse eventual encargo especial não exclui, no entanto, a competência normal dos restantes administradores nem as competências próprias do conselho de administração (art. 407.º, n.º 1, do CSC).

Também aqui, é apenas ao conselho de administração que compete decidir sobre a afectação de certas matérias da competência da administração entre os diferentes administradores, incluindo no que possa respeitar a uma putativa distinção entre funções de gestão e funções de governação, não parecendo constituir técnica jurídica adequada que um comando nesse sentido seja introduzido através de um acervo recomendatório, aliás, numa matéria facilmente potenciadora de futuras interpretações ambíguas e arbitrárias.

O exposto vale igualmente como fundamento para as reservas da AEM relativamente às várias alíneas que constituem o corpo da Recomendação II.1.1.

Com efeito, tal como não deve recomendar-se à sociedade qualquer divisão de competências materiais entre funções de gestão e funções de governação, entre os seus administradores executivos e não executivos, de igual modo, e até por maioria de razão,

não deve o regulador interferir, por via recomendatória ou regulatória, na tipologia dos actos e decisões que a uns e outros devem ficar reservados.

Em síntese, a diferente afectação de distintas funções, independentemente da sua natureza ou conceptualização, aos membros do órgão de administração da sociedade, constitui competência do conselho de administração ou, no limite, matéria reservada ao legislador o qual, aliás, apenas muito pontualmente confere relevância à distinção entre administradores executivos e não executivos.

Face ao exposto, é entendimento da AEM que a nova Recomendação II.1.1. deve ser eliminada.

Caso tal sugestão não seja acolhida, entende a AEM que o texto da referida recomendação deve ser substancialmente revisto, eliminando-se a referência à distinção entre administradores executivos e não executivos e à separação entre as funções de gestão e as funções de governação, e limitando-se o respectivo conteúdo ao atinente à delegação da “gestão corrente”, em linha com o disposto no artigo 407.º do C.S.C..

Com efeito, os critérios que possam justificar a distinção entre administradores executivos e não executivos, ou entre funções de gestão e de governação, não têm base legal, pertencendo essa distinção, como já se referiu, à esfera de autonomia de organização interna e ao domínio de actuação do órgão de administração de cada sociedade, o que habitualmente se designa por mera distribuição interna de tarefas, sem eficácia ou consequências externas.

Considera ainda a AEM que deve, em qualquer caso, ser eliminada a parte final desta recomendação na parte que refere que, em previsão constante de regulamentos internos ou através de via equivalente, deve a sociedade afectar determinadas matérias ora aos administradores executivos, ora aos não executivos, pois isso corresponderia a instar as empresas emitentes a afectar aos seus administradores, nos seus normativos internos, determinadas funções a partir de um critério que, como se disse, não tem base legal e não pode, por isso, ser considerado injuntivo.

Sublinhe-se que este entendimento da AEM se estende ao conteúdo das alíneas da recomendação agora proposta pela CMVM na parte em que as mesmas afectam determinadas tarefas às “funções de gestão” ou às “funções de governação”, afectação essa que a AEM não pode subscrever.

Neste ponto, a principal discordância da AEM prende-se com a divergência quanto à intenção de importar, para o campo recomendatório, uma distinção que só deve relevar no domínio interno da vida da sociedade mas não, como já referido, nas relações externas desta com terceiros.

A reforçar esta ideia da inexistência de critérios legais que permitam traçar a fronteira entre a esfera de actuação dos administradores executivos e dos administradores não executivos, ou entre esferas de gestão e de governação, está o facto de não serem conhecidas decisões judiciais dos Tribunais portugueses que, julgando casos de responsabilidade dos administradores, atribuam alguma relevância a esta distinção no momento de aferir dos critérios da respectiva responsabilidade.

Pelo contrário, o que se pode constatar é que a jurisprudência portuguesa que se tem pronunciado sobre a matéria da responsabilidade dos administradores societários, aprecia e julga essas situações à luz e para os efeitos dos art. 71.º e seguintes do C.S.C. sem indagar, em momento algum, da questão de saber se o administrador em questão exercia na sociedade funções de natureza executiva ou não executiva, de gestão ou de governação.

Neste sentido, veja-se, por exemplo, o Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 13 de Janeiro de 2011², que apreciou uma situação de inobservância culposa, pelos administradores de certa sociedade, das disposições legais e contratuais dirigidas à protecção dos credores, sem cuidar de apreciar o tipo ou a natureza das funções que internamente aqueles administradores exerciam.

E assim, também, o Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 10 de Novembro de 2011³, que, apreciando um caso de responsabilidade dos administradores, determinou que os seus deveres legais (de cuidado e de lealdade, constantes do art. 64.º do C.S.C.) vinculam do mesmo modo, e como sujeitos passivos, todos os administradores designados de acordo com as formas previstas na lei, independentemente de terem ou não *de facto*, praticado os actos em questão por serem ou não esses os seus pelouros.

Além da jurisprudência, importa também sublinhar que a doutrina portuguesa tem subscrito a tese da irrelevância da natureza executiva ou não executiva das funções dos administradores para efeitos da responsabilidade civil destes.

Nesse sentido, por exemplo, é claro o entendimento de João Calvão da Silva, ao referir: *“Em qualquer destas hipóteses (isto é, de administrador executivo ou não executivo), verificados os respectivos pressupostos ou requisitos, a responsabilidade dos administradores (encarregados ou não especialmente de se ocuparem de certas matérias) perante os lesados será solidária, nos termos do art. 73.º, n.º 1, igualmente aplicável à responsabilidade para com os credores sociais e à responsabilidade para com os sócios e terceiros, ex vi do art. 78.º, n.º 5, e do art. 79.º, n.º 2, respectivamente.*

² Processo 26108/09.9T2SNT-A.L1-2 in www.dgsi.pt.

³ Processo 124/07.3TBMTR-A.L1.S1 in <http://www.stj.pt/ficheiros/jurisp-sumarios/civel/sumarios-civel-2011.pdf>.

E só nas relações internas entre os administradores o direito de regresso existirá na medida das respectivas culpas e das consequências que delas advierem, presumindo-se iguais as culpas das pessoas responsáveis (art. 73.º, n.º 2; arts. 497.º, n.º 2, e 516.º do Código Civil)”⁴.

Por último, e por razões em tudo similares às *supra* expostas, a AEM defende igualmente a supressão da nova Recomendação II.1.3., pelo menos, na parte em que se refere à “efectiva capacidade de acompanhamento, supervisão e avaliação da actividade dos membros executivos”.

Em alternativa, num caso como noutro, e caso, contra o nosso entendimento, se decida manter as redacções em causa, deverá prever-se que as recomendações em apreço possam ser adequadas em função da dimensão de cada empresa emitente ou do respectivo órgão de administração.

O presente ponto em discussão constitui um ponto de divergência grave quanto ao conteúdo do (novo) Código.

Recomendação II.1.2.2. e II.1.2.3.

II.1.2.2. De entre os administradores não executivos deve contar-se um número adequado de administradores independentes, tendo em conta a dimensão da sociedade e a sua estrutura accionista, que não pode em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores.

II.1.2.3. A avaliação da independência dos seus membros não executivos feita pelo órgão de administração deve ter em conta as regras legais e regulamentares em vigor sobre os requisitos de independência e o regime de incompatibilidades aplicáveis aos membros dos outros órgãos sociais, assegurando a coerência sistemática e temporal na aplicação dos critérios de independência a toda a sociedade. Não deve ser considerado independente administrador que, noutro órgão social, não pudesse assumir essa qualidade por força das normas aplicáveis.

(Nova Recomendação) II.1.4. Entre os administradores não executivos deve contar-se um número adequado de administradores independentes, tendo em conta a dimensão da sociedade e a sua estrutura accionista, que não pode em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores.

⁴ Responsabilidade civil dos administradores não executivos, da Comissão de Auditoria e do Conselho Geral e de Supervisão, publicado on line na Revista da Ordem dos Advogados in http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=30777&idsc=59032&ida=59049.

Considera-se independente a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade nem se encontre em alguma circunstância susceptível de afectar a sua isenção de análise ou de decisão, nomeadamente em virtude de:

- a. Ter sido colaborador da sociedade ou de sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo nos últimos três anos;
- b. Ter, nos últimos três anos, prestado serviços ou estabelecido relação comercial significativa com a sociedade ou com sociedade que com esta se encontre em relação de domínio ou de grupo, seja de forma directa ou enquanto sócio, administrador, gerente ou dirigente de pessoa coletiva;
- c. Ser beneficiário de remuneração paga pela sociedade ou por sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo além da remuneração decorrente do exercício das funções de administrador;
- d. Viver em união de facto ou ser cônjuge, parente ou afim na linha recta e até ao 3.º grau, inclusive, na linha colateral, de administradores ou de pessoas singulares titulares directa ou indirectamente de participação qualificada;
- e. Exercer funções executivas em sociedades onde exercem igualmente funções de administração outros membros executivos do órgão de administração da sociedade;
- f. Ser titular de participação qualificada ou representante de um acionista titular de participações qualificadas.

A CMVM propõe no seu Projecto de Código que se mantenha inalterado o conteúdo da actual Recomendação II.1.2.2. que, renumerada para II.1.4., determina que *“Entre os administradores não executivos deve contar-se um número adequado de administradores independentes, tendo em conta a dimensão da sociedade e a sua estrutura accionista, que não pode em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores.”*

A AEM reproduz no presente documento os argumentos que tem vindo a apresentar à CMVM relativamente às reservas que esta recomendação lhe merece, e cuja razão de ser se mantém em face da opção da CMVM no sentido de manter inalterado o conteúdo da recomendação.

De facto, e conforme já referido anteriormente, a AEM considera que esta recomendação denota manifesta rigidez, contrastando com a postura assumida noutros ordenamentos de referência.

Assim, e em primeiro lugar, nota-se que a recomendação não contém critérios auxiliares para determinar que efeitos podem ter a dimensão ou a estrutura accionista da sociedade sobre o número de administradores independentes.

Em segundo lugar, e como já tivemos oportunidade de defender, a Recomendação mostra-se ferida de iniquidade, na medida em que o respectivo texto desconsidera as especificidades do “modelo latino” e do “modelo dualista ou germânico” de governação societária.

De facto, “a Recomendação de *um quarto de administradores independentes* não é equitativa, visto que privilegia as sociedades que optem pelo modelo de governo «anglo-saxónico». Estas sociedades, incluindo no interior do órgão de administração os membros da Comissão de Auditoria, partem com uma contagem mais facilitada para atingir o quarto dos administradores do que as sociedades que optem pelo modelo latino. Daí que a CMVM afirme que no modelo anglo-saxónico os membros independentes representam 37,5% do total de elementos do órgão de administração e mais de metade (58%) do total de não executivos, com claramente melhores resultados que no modelo latino”. (*João Gomes da Silva no Código do Governo das Sociedades Anotado*)

E, citando o mesmo Autor: “Em segundo lugar, e a ser rigoroso, o número de um quarto não serve nenhuma finalidade a não ser a de garantir que os administradores independentes tenham uma mínima representatividade no interior do Conselho de Administração. Tanto poderia ser de um terço ou de um quinto, ou qualquer outra fracção.”

Ou seja, atenta a estrutura accionista típica das empresas emitentes nacionais, caracterizada pelo seu reduzido *free float* e pelo seu elevado nível de concentração, não nos parece adequada uma recomendação genérica de um quarto de administradores independentes.

Na verdade, ao invés de uma postura *one size fits all*, a nossa sugestão é que fique na esfera de responsabilidade e decisão das empresas emitentes a determinação do número adequado de administradores independentes (veja-se o exemplo alemão neste domínio), designadamente em função do respectivo *free float*, accionistas controladores e/ou de referência, número de accionistas com representação no órgão de administração, existência ou não de comissões internas, e outros elementos pertinentes a esclarecer no relatório anual de governo.

Em coerência com as referidas reservas, a AEM teve oportunidade de sugerir, o que aqui retoma e enfatiza, a supressão da parte final desta Recomendação, eliminando-se a frase que refere “que não pode em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores”, assim como tem proposto a reformulação da parte restante da Recomendação, no sentido de a mesma passar a ter um teor similar ao Ponto 4. da Recomendação 2005/162/CE, de 15 de Fevereiro de 2005 (“deve ser eleito para o

conselho de administração ou de supervisão das sociedades um número suficiente de administradores independentes não executivos ou membros do conselho de supervisão, por forma a garantir que são tratados de forma adequada quaisquer conflitos de interesses importantes que envolvam administradores.”), nos termos do qual se propõe um *monitoring board* mitigado, já que devem existir administradores não executivos independentes, com o objectivo de prevenir e resolver conflitos de interesse, sem se impor, contudo, um número fixo, mínimo ou mesmo proporcional de membros do Conselho de Administração ⁵.

Nestes termos, às empresas emitentes caberia determinar o que consideram ser um número adequado de membros independentes no respectivo órgão de administração, circunstância que, aliás, favoreceria a comparabilidade do critério de independência face ao que constitui a boa prática internacional nesta matéria.

Assim, a AEM considera que o número de administradores não executivos independentes deve ser adequado às características específicas de cada empresa emitente (atendendo, em particular, à dimensão da empresa emitente e à sua estrutura accionista, como a recomendação, aliás, preconiza), devendo ser suprimida a parte final da recomendação que determina que, pelo menos, um quarto dos administradores deve ser independente, por se tratar de um critério rígido e de difícil adequação a todas as empresas emitentes.

O presente ponto em discussão constitui um ponto de divergência grave quanto ao conteúdo do Projecto de Código.

As reservas apresentadas estendem-se igualmente, conforme se apresenta já de seguida, ao conteúdo da segunda parte da recomendação.

É certo que a proposta de redacção da segunda parte da Recomendação II.1.4. é manifestamente mais adequada do que a actual Recomendação II.1.2.3., em particular na medida em que se procede à enunciação, a título exemplificativo e indiciário, das circunstâncias susceptíveis de afectar a independência dos administradores e se elimina o recurso aos critérios de incompatibilidade e às presunções de perda de independência aplicáveis aos membros do órgão de fiscalização.

Persistem, contudo, algumas dúvidas quanto ao recurso, em termos gerais, aos critérios de aferição de independência constantes do Anexo II da Recomendação da Comissão

⁵ Não obstante, a AEM entende ser da maior importância reforçar o entendimento segundo o qual os critérios de independência propugnados pela Recomendação 2005/162/CE, a serem acolhidos, deverão ser aplicados de modo meramente indicativo, pois afigura-se essencial pugnar pela admissibilidade de que ao órgão de administração (ou de fiscalização, consoante aplicável), seja possível considerar que, num determinado caso concreto, certo critério apresentado na Recomendação 2005/162/CE não é relevante, bem como ponderar outros critérios que aí não estejam previstos e que se afigurem mais adequados à finalidade que lhes subjaz (isto é, assegurar uma correcta avaliação da independência de determinado membro).

Europeia 2005/162/CE (que parece ser a fonte a considerar, ainda que a CMVM cite a recomendação ínsita nos “ICGN Global Corporate Governance Principles: Revised (2009)”).

De facto, a propósito desta matéria, a AEM tem vindo a propor a adopção, no Código de Governo, de redacção com um teor similar ao Ponto 4. da Recomendação 2005/162/CE, de 15 de Fevereiro de 2005, já *supra* transcrito, e, em especial, propôs a reformulação desta Recomendação no sentido de a mesma passar a recorrer aos critérios elencados no Anexo II da Recomendação 2005/162/CE, como elementos meramente indiciários de identificação de um tipo normativo (a independência), bem como a admitir de forma expressa a qualificação de um determinado membro como independente (ou não) por parte do próprio órgão de administração, com fundamento em outros motivos suficientemente relevantes, e que não se enquadrem nos critérios indiciários de aferição da independência.

Ou seja, e à semelhança do que se explicou quanto à Recomendação anterior, a AEM reitera o seu entendimento segundo o qual os critérios de independência propugnados pela Recomendação 2005/162/CE, a serem acolhidos, deverão ser aplicados de modo meramente indicativo, pois afigura-se essencial pugnar pela admissibilidade de que ao órgão de administração (ou de fiscalização, consoante aplicável), seja possível considerar que, num determinado caso concreto, certo critério apresentado na Recomendação 2005/162/CE não é relevante, bem como ponderar outros critérios que aí não estejam previstos e que se afigurem mais adequados à finalidade que lhes subjaz (isto é, assegurar uma correcta avaliação da independência de determinado membro).

Ora, se é certo que a redacção da nova Recomendação II.1.4 deixou de convocar para a avaliação da independência dos administradores não executivos os critérios associados ao regime legal de incompatibilidade dos membros do órgão de fiscalização, aspecto que se acolhe como bastante positivo, e se aproxima dos critérios previstos na Recomendação 2005/162/CE, o texto da nova Recomendação continua a não acolher a sugestão da AEM no sentido de permitir ao órgão de administração qualificar um administrador como não independente com base em critérios distintos dos legais ou recomendatórios.

O aspecto acabado de referir constitui o principal ponto de divergência quanto ao conteúdo da nova Recomendação; sem prejuízo, e no que respeita ao elenco exemplificativo de situações de não independência, o texto em apreciação suscita-nos diversas outras preocupações.

Na nova redacção proposta pela CMVM, prevê-se que “*Considera-se independente a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na*

sociedade nem se encontre em alguma circunstância susceptível de afectar a sua isenção de análise ou de decisão, nomeadamente em virtude de:

- a. Ter sido colaborador da sociedade ou de sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo nos últimos três anos;*
- b. Ter, nos últimos três anos, prestado serviços ou estabelecido relação comercial significativa com a sociedade ou com sociedade que com esta se encontre em relação de domínio ou de grupo, seja de forma directa ou enquanto sócio, administrador, gerente ou dirigente de pessoa colectiva;*
- c. Ser beneficiário de remuneração paga pela sociedade ou por sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo além da remuneração decorrente do exercício das funções de administrador;*
- d. Viver em união de facto ou ser cônjuge, parente ou afim na linha recta e até ao 3.º grau, inclusive, na linha colateral, de administradores ou de pessoas singulares titulares directa ou indirectamente de participação qualificada;*
- e. Exercer funções executivas em sociedades onde exercem igualmente funções de administração outros membros executivos do órgão de administração da sociedade;*
- f. Ser titular de participação qualificada ou representante de um accionista titular de participações qualificadas.“*

Como já se percebeu, em alguns aspectos, a proposta de nova recomendação merece a concordância da AEM, designadamente na parte em que contém um enunciado meramente exemplificativo das situações susceptíveis de afectar a isenção de análise ou de decisão do administrador independente, assim como na parte em que permite ao órgão de administração qualificar como não independente certo administrador com base em critérios distintos dos legais ou recomendatórios (mas, conforme também temos enfatizado, não o contrário).

Contudo, o alinhamento desta nova redacção da recomendação com o conteúdo do Anexo II da Recomendação 2005/162/CE, em alguns casos, parece ser apenas genérico, existindo ainda diferenças que a AEM considera que importa corrigir, já que têm por efeito tornar mais exigentes os critérios de independência previstos no Anteprojecto de Código, em particular no caso das alíneas b), c), e e) da Recomendação II.1.4.; assim:

- A alínea b) da Recomendação II.1.4., faz referência aos “últimos três anos”, enquanto a alínea e) do Anexo II da Recomendação 2005/162/CE institui como período relevante, para os mesmos efeitos, o “último ano”, o que torna a Recomendação II.1.4. comparativamente mais exigente;
- A alínea c) da Recomendação II.1.4., faz referência a uma “remuneração paga pela sociedade”, enquanto a correspondente alínea e) do Anexo II da

Recomendação 2005/162/CE faz menção ao conceito de “remuneração suplementar significativa”, conceito este mais restritivo do que o ora constante da Recomendação II.1.4., o que torna esta Recomendação comparativamente mais exigente;

- A alínea d) da Recomendação II.1.4., faz referência ao “exercer funções executivas”, enquanto a correspondente alínea e) do Anexo II da Recomendação 2005/162/CE faz menção ao conceito de “ser administrador executivo ou membro da comissão executiva”, o que torna o âmbito de aplicação do critério mais restritivo, fazendo com que, comparativamente, o âmbito de aplicação da alínea d) da Recomendação II.1.4. seja injustificadamente mais amplo; devendo ainda acrescentar-se que o elenco de relações familiares previsto na alínea d) parece excessivamente alargado como base de uma presunção, ainda que ilidível, de perda da independência.

Notem-se ainda os seguintes aspectos:

- O desempenho actual de funções em sociedade que se encontre em relação de domínio ou grupo com a empresa emitente é irrelevante para efeitos da aferição da independência do administrador, nos termos da alínea a);
- A AEM considera necessário que a CMVM clarifique o que deve entender-se por ter “prestado serviços ou estabelecido relação comercial significativa”, para efeitos da alínea b).

Em especial, deve ser esclarecido se:

- (i) o critério a ter em conta nesta sede deve ser meramente financeiro (i.e., valor da relação comercial) ou, outrossim, um critério temporal (i.e. duração da relação comercial) e,
 - (ii) se o critério de materialidade previsto nesta alínea (através do adjetivo “significativa”) se aplica apenas à relação comercial ou também à prestação de serviços.
- Ainda relativamente à alínea b), afigura-se pertinente clarificar que nem todas as situações em que um administrador da empresa emitente seja também sócio, administrador, gerente ou dirigente de uma pessoa colectiva que tenha prestado serviços ou estabelecido uma relação comercial significativa nos últimos 3 anos com a empresa emitente ou com uma sociedade em relação de domínio ou grupo com a empresa emitente consubstanciam uma situação de perda de independência por parte desse administrador.

A título meramente exemplificativo, e caso se entenda diferentemente, um sócio com uma participação minoritária numa sociedade prestadora de serviços de uma sociedade em relação de domínio ou grupo com a empresa emitente, se for administrador da empresa emitente, será considerado como não independente, não obstante não ter poder de determinação das opções de gestão de qualquer das sociedades contratantes (no caso, sociedade fornecedora e sociedade em relação de domínio ou grupo com a empresa emitente) susceptível de pôr em causa a sua isenção de análise ou decisão.

Nestes termos, a AEM considera fundamental clarificar que a independência do administrador da empresa emitente só deve ser posta em causa, nos termos da alínea b), se, cumulativamente:

- (i) a prestação de serviços ou a relação comercial forem significativas para o prestador de serviços / contraente; e
 - (ii) o administrador da empresa emitente estiver investido no poder de determinar as decisões de gestão do prestador de serviços / contraente, incluindo a decisão de contratar com a empresa emitente;
- Ainda quanto à referida alínea b) e sem prejuízo do exposto nos parágrafos precedentes, questiona-se a CMVM sobre se entende que as relações comerciais ou prestações de serviços actuais estão abrangidas por esta recomendação, ou se o intuito passa, outrossim, por considerar somente as relações comerciais ou prestações de serviços vigentes nos três anos anteriores aos da aferição da independência do administrador, para efeitos da mesma, uma vez que a redação parece sugerir que estejam abarcadas apenas situações pretéritas, não obstante a *ratio* poder indiciar o contrário;
 - Relativamente à alínea c), a AEM entende que deve ser clarificado que o que põe em causa a independência do administrador não é o facto de este ser também administrador em sociedade em relação de domínio ou grupo com a empresa emitente e aí receber remuneração nessa qualidade mas, antes, o facto de ser beneficiário de remuneração decorrente do exercício de funções que não as de administrador (em qualquer uma das sociedades, empresa emitente ou sociedade em relação de domínio ou grupo);
 - O elenco de relações familiares previsto na alínea d), conforme já mencionado, parece-nos francamente alargado e injustificado como base de uma presunção, ainda que ilidível, de perda da independência;

- A situação enunciada na alínea e) não nos parece automaticamente geradora de perda de independência, ainda que possa ser casuisticamente ponderada em sede do princípio geral de isenção e ausência de conflitos; e
- Assumimos que, na alínea f), por “representante de um accionista” se pretenda significar a pessoa singular eleita em representação de um administrador pessoa colectiva, o que entendemos ser de clarificar.

Em qualquer caso, insiste-se, é o facto de o texto da nova recomendação continuar a não permitir ao órgão de administração qualificar um administrador como não independente, com base em critérios distintos dos legais ou recomendatórios mas, naturalmente, devidamente fundamentados na independência de análise, de decisão e de acção do administrador em causa que prejudicam quer a análise e interpretação das alíneas acima referidas quer o restante conteúdo da recomendação em causa.

O presente ponto em discussão constitui um ponto de divergência grave quanto ao conteúdo do (novo) Código.

Recomendação II.1.3.1.

II.1.3.1. Consoante o modelo aplicável, 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.

(Nova Recomendação) II.2.1. Consoante o modelo aplicável, o presidente do Conselho Fiscal, da Comissão de Auditoria ou da Comissão para as Matérias Financeiras deve ser independente, de acordo com o critério legal aplicável, e possuir as competências adequadas ao exercício das respectivas funções.

A AEM reproduz no presente documento os argumentos que tem vindo a apresentar à CMVM relativamente às reservas que esta Recomendação lhe merece, e cuja razão de ser se mantém face à manutenção do respectivo conteúdo na nova Recomendação II.2.1. Esta ênfase é tanto mais importante conhecidas que são as divergências quanto ao modo como a mesma tem sido interpretada pela CMVM, salientando-se, igualmente, que esta recomendação não encontra paralelo no plano comunitário.

Com efeito, o regime legal neste domínio, inspirado em directrizes comunitárias, afigura-se adequado a garantir a independência efectiva do órgão de fiscalização, não havendo, contudo, aparentemente, nada que justifique que, em sede recomendatória, sejam fixados requisitos adicionais.

De facto, o Código das Sociedades Comerciais nada impõe especificamente em matéria de independência do presidente do órgão de fiscalização. O que o Código das Sociedades Comerciais determina expressamente é que a maioria dos membros do órgão de fiscalização deverá ser independente (*cfr.* artigos 414.º, n.º 6, 423.º B, n.º 5 e 434.º, n.º 4), não determinando, em particular, a exigência de independência do respetivo presidente. Assim, o conteúdo da recomendação ora em análise afigura-se mais exigente face às disposições legais relevantes nesta matéria.

Uma tal imposição retira, aliás, a flexibilidade às empresas emitentes quanto à composição deste órgão, desvalorizando o facto de para algumas destas poder ser mais importante que o presidente do órgão de fiscalização reúna outras características, como seja a capacidade de liderança e o conhecimento do negócio e da empresa, do que o mero cumprimento de requisitos legais de independência.

Acresce, ainda, que o entendimento da CMVM para efeitos de aplicação dos critérios de independência legalmente previstos torna esta disposição amplamente restritiva da adopção de soluções que visem conciliar a renovação na fiscalização com o conhecimento e experiência adequados ao desempenho efectivo de tal função.

O referido entendimento baseia-se no facto de a CMVM considerar que o mero decurso do tempo em quaisquer funções na sociedade gera uma relação de proximidade face aos membros do órgão de administração e aos accionistas, apta a lesar a isenção de análise ou de decisão.

Ora, tem sido defendido pela AEM que a reeleição em funções que não a fiscalização (designadamente, de administração não executiva) não deve ser considerada como uma causa de perda automática de independência, devendo antes ser apreciado casuisticamente se a mesma prejudica ou não a isenção do membro em causa (o que parece de afastar, *inter alia*, nos casos de frequente mutação na estrutura accionista e na composição da administração executiva).

Assim, para efeitos do n.º 5 do artigo 414.º do Código das Sociedades Comerciais, apenas a reeleição em funções de fiscalização parece determinar uma cristalização de funções que se pode afigurar prejudicial da independência (esta interpretação é, aliás, a que melhor se coaduna com a Recomendação da Comissão 2005/162/CE).

Não obstante o exposto, a AEM não defende, necessariamente, a eliminação da recomendação em causa, bastando-se com a clarificação quanto ao modo de interpretação e aplicação do critério de independência legalmente previsto, em termos que permitam às empresas emitentes conciliar renovação com conhecimento adequado.

Esta é, sem dúvida, uma matéria em que a auto-regulação deverá ser assumida como uma alternativa à hetero-regulação.

Nos termos expostos, a AEM sugere a supressão integral da Recomendação II.2.1. ou a clarificação da sua interpretação nos termos acima explicitados

Recomendação II.1.5.1.ii

II.1.5.1. A remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estruturada de forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses de longo prazo da sociedade, basear-se em avaliação de desempenho e desincentivar a assunção excessiva de riscos. Para este efeito, as remunerações devem ser estruturadas, nomeadamente, da seguinte forma: (ii) A componente variável da remuneração deve ser globalmente razoável em relação à componente fixa da remuneração, e devem ser fixados limites máximos para todas as componentes.

(Nova Recomendação) III.3. A componente variável da remuneração deve ser globalmente razoável em relação à componente fixa da remuneração, e devem ser fixados limites máximos para todas as componentes.

A AEM reproduz no presente documento os argumentos que tem vindo a apresentar à CMVM relativamente às reservas que esta recomendação lhe merece, e cuja razão de ser se mantém face à manutenção do respectivo conteúdo na nova Recomendação III.3. Assim, e para além do facto de esta previsão não merecer destaque assinalável nos códigos de *corporate governance*, de outras nacionalidades, mais relevantes, a Lei n.º 28/2009 obriga a que a declaração relativa à política de remunerações inclua uma descrição dos mecanismos que permitam o alinhamento dos interesses dos membros do órgão de administração com os interesses da sociedade e dos critérios de definição da componente variável da remuneração.

Nestes termos, a presente recomendação parece ferida de inutilidade superveniente.

E, por outro lado, a razoabilidade entre a remuneração fixa e variável preconizada na recomendação não pode deixar de depender sempre de uma apreciação subjectiva realizada por cada empresa emitente em função do sector de negócio em que opera, tendo em conta análises de *benchmarking* nacional e internacional, com vista à manutenção de um nível de remuneração competitivo.

De facto, para efeitos do adequado cumprimento desta recomendação, entende-se relevante clarificar que o equilíbrio razoável da componente da remuneração variável face à fixa deve necessariamente ponderar e alicerçar-se nas circunstâncias concretas da sociedade (em especial, os objectivos do respectivo plano estratégico e o nível de assunção de risco), bem como considerar o mercado e o ramo de actividade em que se

insere, não se encorajando a adopção de métricas rígidas comuns para todas as sociedades.

Com efeito, dependendo do segmento de mercado em que a entidade actue, da maturidade do mercado em causa, das pressões concorrenciais existentes, das tecnologias desenvolvidas, etc., a proporção existente entre tais remunerações poderá ser considerada excessiva em determinada sociedade, mas ser vista como adequada ou, até insuficiente, noutra.

Por essa razão, também, a tentativa de sedimentação daquela apreciação através de um mero exercício quantitativo formal, por exemplo, considerando que a componente variável da remuneração não deverá exceder 75% do valor máximo da componente fixa, para sermos rigorosos, não serve nenhuma finalidade a não ser a de procurar dar conteúdo ao conceito indeterminado subjacente.

Por outro lado, importa tomar em consideração a prática internacional nesta matéria. Neste sentido, assumem particular importância os exemplos dos códigos de governo societário alemão e italiano, dos quais resulta, em face de revisões relativamente recentes, a importância da ponderação deste tema em face de critérios casuísticos.

Assim, cumpre realçar que no caso do código alemão se sugere que a remuneração dos administradores seja composta por uma parte fixa e variável, referindo-se que esta última se deve basear numa avaliação plurianual e deve considerar o impacto de desenvolvimentos positivos e negativos aquando da sua determinação. Não se exige, pois, que haja uma proporcionalidade entre uma e outra, deixando tal determinação na esfera de conformação das sociedades. O limite para o quantitativo remuneratório é, outrossim, que este não encoraje a assunção desmedida de riscos.

Por sua vez, o código italiano advoga um equilíbrio entre componente fixa da remuneração e componente variável. No entanto, revela que tal equilíbrio é obténivel através da ponderação dos objectivos estratégicos e da política de gestão de risco da sociedade em causa, tendo em consideração o sector de actividade em que opera e a natureza do negócio desenvolvido.

Pelo exposto, a AEM propõe a supressão da nova Recomendação III.3., ou, pelo menos, a respectiva clarificação/densificação no sentido de tornar claro que a razoabilidade entre a remuneração fixa e variável depende de uma apreciação por cada empresa emitente, em função do sector de negócio em que opera e de análises de *benchmarking*, com vista à manutenção de um nível de remuneração competitivo.

Ou seja, cada empresa emitente deve ter liberdade para fixar o seu modelo de remuneração, matéria que pertence à apreciação dos accionistas, em cada sociedade cotada individualmente considerada, na medida em que inexistente um esquema

remuneratório apto a satisfazer de modo geral as necessidades particulares de cada empresa.

Assim, e porque defendemos que nesta matéria deve primar um princípio de adaptabilidade à realidade de cada uma das empresas emittentes, devendo ser-lhes reconhecida liberdade no estabelecimento de limites máximos para cada componente da remuneração dos seus administradores, a AEM entende que a imposição de um rácio de natureza percentual, qualquer que ele seja (mas no caso, sugerido pela CMVM, de 75%) no âmbito da determinação do peso da remuneração variável, por referência à remuneração fixa, não constitui solução adequada na medida em que as diferenças entre os mercados de actuação e a estrutura organizativa das diferentes empresas emittentes desaconselha a adopção de um rácio único, que se pretenda adequado à realidade da totalidade das sociedades.

O presente ponto em discussão, caso venha a incluir-se um rácio de natureza percentual, poderá constituir um ponto de divergência grave quanto ao conteúdo do (novo) Código.

Recomendação II.1.5.1.iii

II.1.5.1. A remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estruturada de forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses de longo prazo da sociedade, basear-se em avaliação de desempenho e desincentivar a assunção excessiva de riscos. Para este efeito, as remunerações devem ser estruturadas, nomeadamente, da seguinte forma: (iii) Uma parte significativa da remuneração variável deve ser diferida por um período não inferior a três anos, e o seu pagamento deve ficar dependente da continuação do desempenho positivo da sociedade ao longo desse período.

(Nova Recomendação) III.4. Uma parte significativa da remuneração variável deve ser diferida por um período não inferior a três anos, e o seu pagamento deve ficar dependente da continuação do desempenho positivo da sociedade ao longo desse período.

A AEM reproduz no presente documento os argumentos que tem vindo a apresentar à CMVM relativamente às reservas que esta recomendação lhe merece, e cuja razão de ser se mantém face à manutenção do respectivo conteúdo na nova Recomendação III.4. Assim, e para além do facto de esta previsão não merecer destaque assinalável nos códigos de *corporate governance*, de outras nacionalidades, mais relevantes, o respectivo conteúdo suscita problemas extremamente complexos de interpretação e aplicação prática, por exemplo, no que respeita aos procedimentos a adoptar nos casos em que, terminado o mandato, os membros dos órgãos sociais não sejam reconduzidos,

ou quanto à forma adequada de enquadrar a componente de remuneração variável plurianual, nomeadamente, em termos de equilíbrio de parcelas de remuneração fixa e variável, com o necessário diferimento de parte da componente variável.

De facto, a redacção em causa mostra-se demasiado ampla, admitindo assim que o diferimento ultrapasse o mandato em curso e podendo tornar a remuneração dependente da evolução posterior ao termo de mandato de um determinado administrador, altura em que poderá vir a ser afectada pelo desempenho dos administradores que venham a exercer funções no mandato seguinte.

Pelo exposto, a AEM propõe a supressão da nova Recomendação III.4.

Caso este entendimento não proceda, a AEM sugere que, no mínimo, seja ponderada a alteração da recomendação para maior flexibilização e clarificação, em relação às seguintes questões:

- inaplicabilidade das regras de diferimento aos casos em que, completado o mandato, o membro do órgão de administração não venha a ser reconduzido;
- pagamento da remuneração diferida por três anos *pro rata*, em prestações anuais e constantes (1/3 em cada um dos 3 anos), mercê do acolhimento da interpretação das recomendações do sector financeiro pelo Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária (CAESB), contida na página 85 das suas “Orientações sobre Políticas e Práticas de Remuneração”, publicadas em 10 de Dezembro de 2010;
- no que concerne à apreciação do desempenho positivo, prever a possibilidade de o desempenho positivo ser aferido pela comissão de vencimentos / remunerações, a qual dispõe de conhecimentos específicos em relação ao negócio e à empresa emitente em questão;
- eventualmente, admitir-se que a atribuição em causa tenha em consideração o desempenho durante o exercício e o desempenho médio dos exercícios anteriores mais recentes.

Recomendação II.1.5.1.iv

II.1.5.1. A remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estruturada de forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses de longo prazo da sociedade, basear-se em avaliação de desempenho e desincentivar a assunção excessiva de riscos. Para este efeito, as remunerações devem ser estruturadas, nomeadamente, da seguinte forma: (iv) Os membros do órgão de administração não devem celebrar contratos,

quer com a sociedade, quer com terceiros, que tenham por efeito mitigar o risco inerente à variabilidade da remuneração que lhes for fixada pela sociedade.

(Nova Recomendação) III.5. Os membros do órgão de administração não devem celebrar contratos, quer com a sociedade, quer com terceiros, que tenham por efeito mitigar o risco inerente à variabilidade da remuneração que lhes for fixada pela sociedade.

A AEM reproduz no presente documento os argumentos que tem vindo a apresentar à CMVM relativamente às reservas que esta recomendação lhe merece, e cuja razão de ser se mantém face à manutenção do respectivo conteúdo na nova Recomendação III.5. Para além do facto de esta previsão não merecer destaque assinalável nos códigos de *corporate governance* mais relevantes, e não ter qualquer adesão à realidade nacional conhecida, a Lei n.º 28/2009 obriga a que a declaração relativa à política de remunerações inclua uma descrição dos mecanismos que permitam o alinhamento dos interesses dos membros do órgão de administração com os interesses da sociedade. Por outro lado, a recomendação é dirigida aos administradores e não à sociedade. Nestes termos, a presente recomendação parece, no mínimo, ferida de inutilidade superveniente.

Pelo exposto, a AEM propõe a supressão da nova Recomendação III.5.

Recomendação II.1.5.1.vii

II.1.5.1. A remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estruturada de forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses de longo prazo da sociedade, basear-se em avaliação de desempenho e desincentivar a assunção excessiva de riscos. Para este efeito, as remunerações devem ser estruturadas, nomeadamente, da seguinte forma: (vii) Devem ser estabelecidos os instrumentos jurídicos adequados para que a compensação estabelecida para qualquer forma de destituição sem justa causa de administrador não seja paga se a destituição ou cessação por acordo é devida a desadequado desempenho do administrador.

(Nova Recomendação) III.8. Quando a destituição de administrador não decorra de violação grave dos seus deveres nem da sua inaptidão para o exercício normal das respectivas funções mas, ainda assim, seja reconduzível a um inadequado desempenho, deverá a sociedade encontrar-se dotada dos instrumentos jurídicos adequados e necessários para que qualquer indemnização ou compensação, além da legalmente devida, não seja paga.

A AEM reproduz no presente documento parte dos argumentos que tem vindo a apresentar à CMVM relativamente às reservas que esta recomendação lhe merece, e cuja razão de ser se mantém face à proposta de redacção da nova Recomendação III.8.

De facto, o objectivo da recomendação – impedir que se premeie o eventual mau desempenho de administradores – faz sentido e defende o alinhamento com os interesses da sociedade.

Porém, nos termos em que se encontra redigida, a recomendação continua a suscitar dúvidas: trata-se da regulação de acordo futuro e, no caso concreto, de conteúdo provavelmente ilegal na medida em que a sua previsão pode incluir a violação pura e simples de matéria contratual.

Por outro lado, mantemos o nosso entendimento segundo o qual as regras gerais previstas no C.S.C. em sede de destituição por justa causa são suficientes para garantir que não seja paga compensação em situações de desadequado desempenho do administrador.

Pelo exposto, a AEM propõe a supressão da nova Recomendação III.8.

Eventualmente, em alternativa, talvez seja possível encontrar uma solução que resulte da boa articulação entre as Recomendações III.8 e III.9.d) (sem prejuízo das reservas que nos suscita o teor da Recomendação III.9, matéria que *infra* se desenvolve).

De facto, segundo a recomendação III.8, as empresas emitentes devem prever os instrumentos necessários a assegurar que nenhuma indemnização ou compensação, além das legalmente devidas, é paga em caso de destituição por inadequado desempenho.

Por sua vez, de acordo com a recomendação III.9.d), a declaração sobre a política de remunerações deve esclarecer os temas relacionados com a exigibilidade ou não de pagamentos relativos a destituição ou cessação de funções.

Em nosso entender, com vista à sua articulação, tais recomendações poderiam aclarar que a política remuneratória aprovada pela comissão de vencimentos constitui o instrumento adequado para efeitos do cumprimento da recomendação III.8., cabendo, por sua vez, à Assembleia Geral ou a esta comissão aferir da existência ou não de inadequado desempenho aquando de uma destituição *ad nutum*.

Por esta via, parece-nos, atinge-se igualmente o objectivo destas recomendações destinadas a preservar uma estrutura de incentivos equilibrada entre os interesses dos membros dos órgãos de administração e os interesses de longo prazo dos accionistas.

Recomendação II.1.5.1.viii

II.1.5.1. A remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estruturada de forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses de longo prazo da sociedade, basear-se em avaliação de desempenho e desincentivar a assunção excessiva de riscos. Para este efeito, as remunerações devem ser estruturadas, nomeadamente, da seguinte forma: (viii) A remuneração dos membros não executivos do órgão de administração não deverá incluir nenhuma componente cujo valor dependa do desempenho ou do valor da sociedade.

(Nova Recomendação) III.2. A remuneração dos membros não executivos do órgão de administração e a remuneração dos membros do órgão de fiscalização não deve incluir nenhuma componente cujo valor dependa do desempenho ou do valor da sociedade.

A AEM reproduz no presente documento os argumentos que tem vindo a apresentar à CMVM relativamente às reservas que esta recomendação lhe merece, e cuja razão de ser se mantém face à manutenção do respectivo conteúdo (com uma alteração relativa à inclusão de referência à remuneração dos membros do órgão de fiscalização) na nova Recomendação III.2.

Nos termos em que se encontra redigida, a recomendação não parece adequada.

De facto, a recomendação parece assentar numa concepção de administradores não executivos com uma função meramente fiscalizadora (aspecto que, aliás, se mostra reforçado pela inclusão da nova referência na Recomendação à remuneração dos membros do órgão de fiscalização).

Ora, os administradores não executivos são, antes de mais, e nos termos da lei, administradores; participam nas decisões relevantes das empresas e estão abrangidos por um regime de responsabilidade em tudo idêntico ao aplicável aos restantes administradores.

Nestes termos, e ainda que se compreenda o princípio geral segundo o qual aos administradores não executivos não deve ser atribuída uma remuneração variável, determinada e atribuída nos mesmos padrões e com base nos mesmos pressupostos, critérios e fundamentos que os aplicáveis à remuneração dos administradores executivos, a proibição absoluta parece excessiva.

Na verdade, não podemos deixar de considerar os benefícios para as empresas emitentes advenientes da possibilidade de atribuir aos administradores não executivos um prémio extraordinário, em casos devidamente justificados (designadamente, por força das funções desenvolvidas ou de acontecimentos extraordinários de particular relevância).

Deste modo, a AEM entende dever pugnar pela admissibilidade da atribuição de um prémio desta índole a administradores não executivos se assim for aprovado pela

comissão de vencimentos e/ou pelos accionistas, consoante aplicável, a título extraordinário, casuístico e ligado ao seu desempenho excepcional em linha com a *performance* da empresa/grupo – ou seja, com uma lógica diferente da que subjaz à remuneração variável, caracterizada pela sua recorrência e pela sua ligação directa aos resultados obtidos pela empresa em causa.

Note-se que esta possibilidade é frequente noutras jurisdições de referência, tais como:

- O *UK Corporate Governance Code* admite a possibilidade – excepcional – de atribuição de opções a administradores não executivos, estabelecendo, como linha geral da determinação da respectiva remuneração, que esta deve considerar a disponibilidade destes para o exercício de funções e as responsabilidades inerentes ao mesmo;
- Em Itália, assentando no mesmo princípio de que a remuneração dos administradores não executivos não deve estar, de modo significativo, ligada aos resultados da sociedade, admite-se que os administradores não executivos beneficiem de planos de atribuição de acções, se tal for deliberado pela Assembleia Geral;
- Já na Alemanha prevê-se a possibilidade de aos membros do *Supervisory Board* ser atribuída uma componente de remuneração ligada à *performance* dos mesmos, sendo o crivo para a sua atribuição a não afectação do crescimento sustentado da empresa.

Face ao exposto, a AEM volta a sugerir a adaptação do texto no sentido da introdução de salvaguardas que permitam às empresas emitentes, em casos devidamente justificados (designadamente, por força das funções desenvolvidas ou de acontecimentos extraordinários de particular relevância), a possibilidade de os administradores não executivos poderem beneficiar de um prémio de desempenho, se assim for recomendado, caso aplicável, pela comissão de avaliações e/ou deliberado pela comissão de vencimentos / remunerações, a título extraordinário e não recorrente.

Termos em que se propõe a alteração da nova Recomendação III.2, no sentido de se admitir que, em casos devidamente justificados, as empresas emitentes concedam aos administradores não executivos uma componente de remuneração variável, mediante recomendação pela comissão de avaliações e/ou deliberação pela comissão de vencimentos / remunerações, caso existam.

Recomendação II.1.5.2

II.1.5.2. A declaração sobre a política de remunerações dos órgãos de administração e fiscalização a que se refere o artigo 2.º da Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, deve, além do conteúdo ali referido, conter suficiente informação: i) sobre quais os grupos de sociedades cuja política e práticas remuneratórias foram tomadas como elemento comparativo para a fixação da remuneração; ii) sobre os pagamentos relativos à destituição ou cessação por acordo de funções de administradores.

(Nova Recomendação) III.9. A declaração sobre a política de remunerações dos órgãos de administração e fiscalização a que se refere o artigo 2.º da Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, deverá conter, adicionalmente: a) Justificação fundamentada sobre a adopção daquela política; b) Identificação e explicitação dos critérios para a determinação da remuneração a atribuir aos membros dos órgãos sociais; c) Informação quanto aos montantes máximos potenciais a pagar individual e coletivamente aos membros dos órgãos sociais, e identificação clara das circunstâncias em que esses montantes máximos são devidos; d) Informação quanto à exigibilidade ou inexigibilidade de pagamentos relativos à destituição ou cessação de funções de administradores.

A AEM reproduz no presente documento parte dos argumentos que tem vindo a apresentar à CMVM relativamente às reservas que esta recomendação lhe merece, e cuja razão de ser se mantém face à proposta de redacção da nova Recomendação III.9.

Cumprir notar que a anterior proposta de alteração da AEM, quanto aos elementos essenciais da Recomendação II.1.5.2, foi acolhida, o que se regista como positivo.

Contudo, a redacção da nova Recomendação III.9. procede à introdução de um conjunto de novas exigências de informação que obrigam à análise e apreciação autónoma e aprofundada do respectivo teor.

Entretanto, é importante recordar, pela necessidade de articulação dos normativos em causa, que, para além da discussão específica quanto ao conteúdo do Código de Governo das Sociedades, sobre este tema, a AEM defende igualmente a (re)discussão da Lei n.º 28/2009, tanto no que respeita ao seu conteúdo quer, no caso de se entender manter esse conteúdo, quanto à respectiva localização, absurda, num diploma sobre disciplina sancionatória financeira, de modo contrário ao intuito de sistematização e ao desejável apuro formal das fontes de governo das sociedades.

Por outro lado, cumpre aqui enfatizar a posição da AEM, de oposição à filosofia de divulgação da política de remuneração individual dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização das entidades de interesse público, divulgação essa que, no entendimento desta Associação, e conforme comprova a evidência empírica

disponível sobre a matéria, se mostra, na sua arquitectura e concretização, como desprovida de utilidade ou benefício.

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 e populista conduzido frequentemente em termos demagógicos e puramente *voyeurísticos*.

A AEM entende, pois, que, em Portugal, os deveres de divulgação existentes em matéria de remuneração individual dos administradores de sociedades cotadas, incluindo os consagrados na Lei n.º 28/2009, 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 da razoabilidade da sua manutenção ou, no caso inverso, fundamentar a sua supressão.

Em qualquer caso, importa recordar que o objecto do dever genérico resultante da lei consiste numa declaração sobre a política de remunerações e não na divulgação da política de remunerações em si mesma.

Ora, e para além do exposto, a recomendação aqui em causa amplia e exacerba a abrangência da prestação de informação acima referida, sem colher sequer qualquer justificação na divulgação dos custos de agência incorridos por cada sociedade.

Tal extensão recomendatória do âmbito subjectivo de aplicação do regime legislativo suscita as maiores dúvidas quanto à respectiva legalidade, em especial no que concerne o disposto na alínea c) da recomendação.

Nestes termos, a AEM propõe a supressão da nova Recomendação III.9.

Recomendação II.1.5.3

II.1.5.3. A declaração sobre a política de remunerações a que se refere o art. 2.º da Lei n.º 28/2009 deve abranger igualmente as remunerações dos dirigentes na acepção do n.º 3 do artigo 248.º-B do Código dos Valores Mobiliários e cuja remuneração contenha uma componente variável importante. A declaração deve ser detalhada e a política apresentada deve ter em conta, nomeadamente, o desempenho de longo prazo da sociedade, o cumprimento das normas aplicáveis à actividade da empresa e a contenção na tomada de riscos.

(Nova Recomendação) II.3.4. A comissão de remunerações deve pronunciar-se sobre a política de remunerações dos órgãos sociais e demais dirigentes da sociedade.

Do cotejo entre a anterior Recomendação II.1.5.3. e a nova Recomendação II.3.4., é entendimento da AEM que foi acolhida quanto aos seus elementos essenciais a sugestão anteriormente apresentada, no sentido da supressão daquela recomendação.

Sem prejuízo, persiste um ponto susceptível de suscitar algumas reservas.

De facto, da análise do elenco de normas legais aplicáveis em sede remuneratória parece resultar claro que a comissão de vencimentos apenas tem competência para fixar as remunerações dos membros dos órgãos da sociedade.

Já a fixação da remuneração dos demais dirigentes consubstancia matéria de gestão, sendo, nestes termos, da competência do Conselho de Administração.

Note-se, de resto, que esta é uma matéria de importância estratégica para a captação e gestão de recursos humanos, que assenta na procura por soluções remuneratórias competitivas.

Assim, neste domínio não se afigura correcta a importação de soluções de ordenamentos jurídicos em que a remuneração dos órgãos sociais não é competência de uma estrutura externa ao órgão de administração, directamente eleita pela Assembleia Geral – a comissão de vencimentos.

Importa, nestes termos, que as recomendações sufragadas no projecto de Código de Governo reflectam a identidade da comissão de vencimentos, enquanto estrutura independente do órgão de administração, por oposição às comissões de remunerações que surgem, em ordenamentos jurídicos estrangeiros, como estruturas internas do órgão de administração.

Atentas a particular natureza e competências da comissão de vencimentos, a AEM é, assim, da opinião de que não deve existir recomendação que sugira a sua pronúncia sobre a política de remunerações dos demais dirigentes.

Essa política, por consubstanciar matéria de gestão, é da competência exclusiva do Conselho de Administração (*cf.* artigos 405.º e 406.º do Código das Sociedades Comerciais), sendo objecto de análise accionista aquando da apreciação anual que a Assembleia Geral faz à administração da sociedade e ao relatório e contas.

Pelo exposto, a AEM entende dever sugerir a supressão parcial da recomendação II.3.4., no sentido de limitar a competência da comissão de vencimentos à política de remuneração dos membros de órgãos sociais.

Recomendação II.4.4.

II.4.4. O conselho geral e de supervisão, a comissão de auditoria e o conselho fiscal, consoante o modelo aplicável, devem representar a sociedade, para todos os efeitos, junto do auditor externo, competindo-lhe, designadamente, propor o prestador destes serviços, a respectiva remuneração, zelar para que sejam asseguradas, dentro da empresa, as condições adequadas à prestação dos serviços, bem assim como ser o interlocutor da empresa e o primeiro destinatário dos respectivos relatórios.

(Nova Recomendação) II.2.2. O órgão de fiscalização deve representar a sociedade, para todos os efeitos, junto do auditor externo, competindo-lhe, designadamente, propor o prestador destes serviços, a respectiva remuneração, zelar para que sejam asseguradas, dentro da empresa, as condições adequadas à prestação dos serviços, bem assim como ser o interlocutor da empresa e o primeiro destinatário dos respectivos relatórios.

A AEM reproduz no presente documento os argumentos que tem vindo a apresentar à CMVM relativamente às reservas que esta recomendação lhe merece, e cuja razão de ser se mantém face à manutenção do respectivo conteúdo (ainda que ligeiramente reformulado) na nova Recomendação II.2.2.

De facto, nos termos em que se encontra redigida, a Recomendação parece poder criar uma situação de interlocução prejudicial à empresa e contraditória com a distribuição de competências entre os diversos órgãos de governo da sociedade.

Efectivamente, fazer depender o auditor externo do órgão de fiscalização – retirando a sua articulação com o órgão de administração – parece representar um entendimento menos adequado da missão do auditor externo e que, a final, redundará, inevitavelmente, numa menor capacidade para este executar o seu trabalho.

Não está em causa que o órgão de fiscalização tenha um papel activo junto do auditor externo e da auditoria interna com propósitos legítimos.

Mas entende-se que o papel de parte contratante do auditor, e de primeiro interlocutor, deve caber ao órgão de administração: pelo que, em termos práticos, a consequência de uma recomendação deste tipo poderá ser a de um fluxo informativo mais pobre e uma maior dificuldade em retirar as melhores consequências das recomendações dos auditores.

Pelo exposto, a AEM insiste na proposta de supressão da (agora) Recomendação II.2.2., ou, caso esse entendimento não seja aceite, quando muito, a respectiva alteração no sentido de preconizar, para o órgão fiscalizador, um papel de avaliação do auditor externo e de co-receptor dos relatórios por este produzidos.

Por razões similares às *supra* explicitadas, deve igualmente proceder-se à supressão da nova Recomendação II.2.5..

De facto, a pretendida interferência do órgão de fiscalização nos planos de trabalho e recursos afectos (expressão aliás extremamente vaga) da auditoria interna afigura-se inadequada.

A auditoria interna desempenha uma missão fundamental para a gestão corrente da sociedade, e com esta relacionada: destina-se a verificar a adopção dos procedimentos instituídos ou a recomendar novos procedimentos e a revisão dos existentes, bem como, a realçar ou recomendar as boas práticas técnicas e de gestão nos departamentos ou unidades de negócio da estrutura empresarial.

Logo, constituindo uma actividade independente, de avaliação objectiva e de consultadoria, tem como função acrescentar valor e melhorar as operações da organização através da adopção de uma visão integrada e abrangente.

Nestes termos, a auditoria interna constitui uma ferramenta fundamental da gestão corrente.

Por isso, também os planos de auditoria (sobretudo, na sua vertente de auditoria preventiva), devem ser estabelecidos e definidos pelo órgão de administração.

O exposto, naturalmente, não obsta a que a auditoria interna possa realizar tarefas de auditoria de apoio ao órgão de fiscalização ou ao órgão de administração, como um todo, a pedido desses órgãos, ou a que as conclusões mais relevantes dos seus relatórios sejam partilhadas por eles.

Recomendação II.5.3.

II.5.3. Não deve ser contratada para apoiar a Comissão de remunerações no desempenho das suas funções qualquer pessoa singular ou colectiva que preste ou tenha prestado, nos últimos três anos, serviços a qualquer estrutura na dependência do Conselho de Administração, ao próprio Conselho de Administração da sociedade ou que tenha relação actual com consultora da empresa. Esta recomendação é aplicável igualmente a qualquer pessoa singular ou colectiva que com aquelas se encontre relacionada por contrato de trabalho ou prestação de serviços.

(Nova Recomendação) II.3.3. Não deve ser contratada para apoiar a Comissão de Remunerações no desempenho das suas funções qualquer pessoa singular ou colectiva que preste ou tenha prestado, nos últimos três anos, serviços a qualquer estrutura na dependência do órgão de administração, ao próprio órgão de administração da sociedade ou que tenha relação actual com a sociedade ou com consultora da sociedade. Esta recomendação é aplicável igualmente a qualquer pessoa singular ou coletiva que com aquelas se encontre relacionada por contrato de trabalho ou prestação de serviços.

A AEM reproduz no presente documento os argumentos que tem vindo a apresentar à CMVM relativamente às reservas que esta recomendação lhe merece, e cuja razão de ser se mantém face à manutenção do respectivo conteúdo na nova Recomendação II.3.3. De facto, nos termos em que se encontra redigida, a Recomendação parece não fazer sentido: a questão da independência deve ser dirigida ao decisor e não aos seus coadjuvantes.

Ao exposto acresce que a proibição *tout court* da contratação de consultores pela comissão de remunerações/vencimentos que prestem serviços ao órgão de administração ou às respectivas estruturas de apoio afigura-se excessiva.

Com efeito, compete à comissão de remunerações/vencimentos avaliar se determinado consultor, pelo volume ou importância dos serviços prestados a estruturas internas dependentes da gestão executiva, pode ou não ser considerado idóneo a apoiar o seu trabalho.

Não se vê razão para concordar com a proibição estrita da contratação de todo e qualquer consultor que nos últimos três anos tenha colaborado com a empresa emitente. Por outro lado, esta Recomendação parece descurar um aspecto essencial: os estudos preparados pelos consultores que assistem o órgão de administração e as estruturas internas encarregados da gestão de recursos humanos são um dos elementos de apoio ao trabalho da comissão de remunerações/vencimentos.

Este elemento será tanto mais importante quanto maior for o conhecimento que os consultores tenham da emitente e do seu modelo de negócio.

Pelo que, exigir que a contratação pela comissão de remunerações/vencimentos se limite a outros consultores, implica, por um lado, que deixem de ser contratadas as pessoas que têm mais condições de ter este conhecimento e significa, por outro lado, um incremento e duplicação de custos desnecessário e injustificado para as empresas emitentes.

Além disso, uma recomendação com este teor desconsidera o facto de a gestão de recursos ser uma responsabilidade primária do órgão de administração da empresa emitente: a decisão de contratação de consultores para apoiar a comissão de vencimentos deve, sem prejuízo da liberdade de escolha e indicação por esta, caber ao órgão de administração da empresa emitente, uma vez que este é o órgão competente para gerir os respectivos recursos e aquele que se encontra numa posição que lhe permite uma visão global dos custos de gestão.

Pelo exposto, a AEM propõe a supressão da nova Recomendação II.3.3.

Em alternativa, admite-se que a adopção de soluções em linha com o previsto no código alemão e no *Dodd-Frank Act* poderia ajudar a solucionar o problema, pois também estes proporcionam soluções mais flexíveis que a constante do Projecto de Código.

Recomendação III.1.1.

III.1.1. As sociedades devem assegurar a existência de um permanente contacto com o mercado, respeitando o princípio da igualdade dos accionistas e prevenindo as assimetrias no acesso à informação por parte dos investidores. Para tal deve a sociedade manter um gabinete de apoio ao investidor.

(Nova Recomendação) VI.2. As sociedades devem assegurar a existência de um gabinete de apoio ao investidor e de contacto permanente com o mercado, que responda às solicitações dos investidores em tempo útil, devendo ser mantido um registo dos pedidos apresentados e do tratamento que lhe foi dado.

A Recomendação reformulada passa a incluir uma referência à existência de gabinetes de contacto permanente com o mercado e é ainda inovadora na parte em que prevê a necessidade de ser mantido um registo dos pedidos apresentados a esse gabinete e do tratamento dado a tais pedidos.

A AEM não tem objecções de maior a apresentar ao conteúdo da nova Recomendação VI.2., mas assume como pressuposto que o mesmo resulta da articulação prévia e entendimento comum da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e da Comissão Nacional de Protecção de Dados quanto à matéria vertida na parte final da Recomendação.

Recomendação III.1.3.

III.1.3. As sociedades devem promover a rotação do auditor ao fim de dois ou três mandatos, conforme sejam respectivamente de quatro ou três anos. A sua manutenção além deste período deverá ser fundamentada num parecer específico do órgão de fiscalização que pondere expressamente as condições de independência do auditor e as vantagens e os custos da sua substituição.

(Nova Recomendação) IV.3. As sociedades devem promover a rotação do auditor ao fim de dois ou três mandatos, conforme sejam respectivamente de quatro ou três anos. A sua manutenção além deste período deverá ser fundamentada num parecer específico do órgão

de fiscalização que pondere expressamente as condições de independência do auditor e as vantagens e os custos da sua substituição.

A AEM reproduz no presente documento os argumentos que tem vindo a apresentar à CMVM relativamente às reservas que esta recomendação lhe merece, e cuja razão de ser se mantém face à manutenção do respectivo conteúdo na nova Recomendação IV.3. De facto, a existência de relações de longa duração com a mesma sociedade de auditores importa ganhos de eficiência na realização da auditoria e em redução de custos implícitos e explícitos, que não são despiciendos.

A “regulamentação” da matéria deve, por isso, rodear-se de particular cautela e ponderação com identificação precisa dos custos impostos às sociedades e dos benefícios que, de facto, podem ser retirados de um regime de rotação externa obrigatória.

Nos seus termos actuais, a Recomendação mostra-se prejudicial à sociedade e respectivos accionistas.

Deve notar-se que, em nosso entendimento, o Decreto-Lei n.º 224/2008, de 20 de Novembro, implementou na jurisdição portuguesa os mecanismos suficientes para a salvaguarda da independência do auditor externo, através da exigência de rotação do sócio responsável – afetando, decisivamente, o sentido útil da Recomendação IV.3.

Ademais, nos termos legais, o auditor que assume as funções de revisor oficial de contas é designado pela Assembleia Geral mediante proposta do órgão de fiscalização, o qual não pode deixar de aferir as condições de independência do auditor.

Por outro lado, a rotação da empresa de auditoria implica uma perda do *know how* adquirido, o que exige uma afectação de recursos adicionais significativos, quer para o auditor, com vista a inteirar-se das características e especificidades do auditado, quer para o auditado, que terá de suportar custos financeiros mais elevados, facturados pelo auditor em virtude do trabalho adicional necessário para colmatar a inexistência de *know how* adquirido. Isto sem prejuízo do incremento do risco de deterioração da qualidade do serviço prestado, uma vez que a nova equipa de auditoria precisará de um período de adaptação até atingir a inteira percepção da realidade do auditado e do sector em que opera, o que potencia a probabilidade de erro no âmbito das auditorias.

Refira-se também que a rotação da empresa de auditoria não é uma exigência comum noutras jurisdições de referência (v.g. Reino Unido, França, Alemanha e Estados Unidos da América), onde se tem concluído que a rotação da empresa de auditoria constitui um *plus* não justificado.

Em acréscimo, há outro factor não menos importante que deve ser atendido: a forte concentração no mercado das empresas de auditoria.

Com efeito, por força dessa concentração, a rotação da empresa de auditoria resulta numa limitação à liberdade de escolha da mesma pelo auditado, diminuindo, se não mesmo aniquilando, a concorrência no sector e potenciando, inclusivamente, acordos de colusão.

Pelo exposto, a AEM propõe a supressão da Recomendação IV.3.

Recomendação III.1.5.

III.1.5. A sociedade não deve contratar ao auditor externo, nem a quaisquer entidades que com eles se encontrem em relação de participação ou que integrem a mesma rede, serviços diversos dos serviços de auditoria. Havendo razões para a contratação de tais serviços – que devem ser aprovados pelo órgão de fiscalização e explicitadas no seu relatório anual sobre o Governo da sociedade – eles não devem assumir um relevo superior a 30% do valor total dos serviços prestados à sociedade.

(Nova Recomendação) IV.2. A sociedade ou quaisquer entidades que com ela mantenham uma relação de domínio não devem contratar ao auditor externo, nem a quaisquer entidades que com ele se encontrem em relação de grupo ou que integrem a mesma rede, serviços diversos dos serviços de auditoria. Havendo razões para a contratação de tais serviços – que devem ser aprovados pelo órgão de fiscalização e explicitadas no seu Relatório Anual sobre o Governo da Sociedade – eles não devem assumir um relevo superior a 30% do valor total dos serviços prestados à sociedade.

A AEM reproduz no presente documento os argumentos que tem vindo a apresentar à CMVM relativamente às reservas que esta Recomendação lhe merece, e cuja razão de ser se mantém face à manutenção do respectivo conteúdo na nova Recomendação IV.2.

De facto, a doutrina que tem analisado a matéria tem concluído que não existe uma relação decisiva entre a prestação simultânea de serviços de auditoria e outros serviços e a falta de independência do auditor: a independência de facto parece não ser significativamente afectada por essa simultaneidade, ainda que possa existir um impacto negativo na percepção da independência do auditor pelo público, em especial quando não acompanhada de divulgação de informação relativa aos honorários.

Além disso, a proibição estrita da prestação concomitante de serviços de auditoria e de “não-auditoria” inviabiliza as potenciais sinergias advenientes do conhecimento adquirido pelo auditor sobre o auditado e da consequente redução de custos pela

desnecessidade de eventuais repetições ou sobreposições de avaliação de materiais para a prestação de serviços, a par do aumento indesejável do risco de qualidade dos trabalhos a desenvolver.

Em acréscimo, essa proibição desconsidera a validade e idoneidade das salvaguardas implementadas pelo auditor com vista à garantia da sua independência, revelando uma inflexibilidade injustificável: na verdade, é o auditor quem se encontra em melhor posição de aferir, em termos concretos, o melhor sistema de salvaguardas e garantias da sua independência face ao auditado.

Logo, a proibição de prestação simultânea destes dois tipos de serviço faz sentido somente quando a objectividade do auditor esteja afectada (devendo funcionar como último reduto e não como medida primária e exclusiva), dando assim liberdade (e consequente responsabilidade) ao auditor para criar os mecanismos concretamente adequados à garantia da sua independência face ao auditado.

Merece igualmente referência o disposto no Decreto-Lei n.º 224/2008, de 20 de Novembro (diploma de transposição da Directiva 2006/43/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de Maio de 2006, relativa à revisão legal das contas anuais e consolidadas - 8.ª Directiva), que procedeu à densificação do dever de independência, integridade e objectividade dos Revisores Oficiais de Contas (ROC), impondo o dever de recusa de qualquer trabalho quando as circunstâncias concretas sejam susceptíveis de prejudicar a observância daqueles princípios, sendo que nos casos específicos de auto-revisão, interesse pessoal, representação, familiaridade, confiança ou intimidação, os ROC só poderão realizar a auditoria se for possível adoptar as medidas necessárias para assegurar a respectiva independência.

Para além disso, este regime, harmonizado ao nível das melhores práticas internacionais, procedeu à enumeração taxativa dos serviços cuja prestação simultânea pelo ROC aos auditados é expressamente proibida.

Nestes termos, já são proibidos os seguintes serviços:

- concepção e implementação de sistemas de tecnologias de informação no domínio contabilístico, salvo em casos especificados;
- elaboração de estudos actuariais destinados a registar as suas responsabilidades;
- serviços de avaliação de activos ou de responsabilidades financeiras materialmente relevantes e que envolvam elevado grau de subjectividade;
- representação no âmbito da resolução de litígios; e
- selecção e recrutamento de quadros superiores.

Acrescente-se, ainda, que a contratação de serviços adicionais é supervisionada pelo órgão de fiscalização, tal como previsto nos artigos 420.º, 423.º-F e 441.º do C.S.C.

Por último, o cumprimento dos diversos requisitos de independência pelos auditores é objecto de controlo por uma entidade de supervisão especializada, o Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria (CNSA).

Nesta mesma linha, a generalidade das jurisdições europeias segue idênticos princípios (v.g. Reino Unido, Alemanha e Espanha).

Também nos Estados Unidos da América, depois da vasta discussão mantida aquando da aprovação do Sarbanes-Oxley Act, não se impôs uma proibição genérica; antes, aprovou-se uma lista de *non-audit services* proibidos, exigiu-se a aprovação prévia dos demais *non-audit services* pelos *audit committee* e atribuiu-se ao Public Company Accounting Oversight Board um conjunto de mecanismos de supervisão.

Por fim, no que respeita à fixação de patamares, a sua determinação reveste-se sempre de um nível de aleatoriedade tal que o novo patamar poderá continuar a ser disfuncional para um leque variado de empresas emitentes, pelo que é desejável não estabelecer patamares percentuais.

Ao exposto acresce que a redacção da nova Recomendação IV.2. vem ainda ampliar o âmbito subjectivo da mesma, designadamente, por duas vias:

- (i) Em primeiro lugar, o dever de não contratação de serviços diversos da auditoria passa a aplicar-se à sociedade *e a quaisquer entidades que com ela mantenham uma relação de domínio*;
- (ii) Em segundo lugar, o dever de não contratação de serviços diversos da auditoria passa a aplicar-se ao auditor externo *e a quaisquer entidades que com ele se encontrem em relação de grupo* ou que integrem a mesma rede.

A AEM discorda da nova redacção proposta pela CMVM não só por não compreender a razão de ser desta ampliação, mas também por entender que o alcance da mesma não é perceptível, o que faz com que a nova redacção se mostre ainda mais prejudicial às empresas emitentes do que a anterior.

Esclareça-se que, conforme o acima exposto, a AEM não propugna, nesta matéria, o retomar da redacção vigente, que, pelas razões *supra* exaustivamente aduzidas, considera como não desejável.

Em face do exposto, a AEM mantém o entendimento que tem propugnado nesta matéria e que corresponde à eliminação desta nova Recomendação IV.2.

O presente ponto em discussão constitui um ponto de divergência grave quanto ao conteúdo do (novo) Código.

B.2. Comentários complementares ao Projecto de Código, de índole geral

a) Recomendações com conteúdo múltiplo

Como é conhecido, a AEM defende a inexistência de recomendações com conteúdo múltiplo, na medida em que as mesmas impedem a aplicação de um critério analítico correcto quanto ao grau de acolhimento da recomendação na sua globalidade, em especial, porquanto, naquele que tem sido o entendimento da CMVM, bastará que uma empresa emitente não acolha uma subalínea para, necessariamente, dever declarar a Recomendação, no seu todo, como incumprida.

Ora, as regras de governo societário devem ser redigidas de forma clara e segregada, de modo a permitir uma correcta avaliação por parte das empresas emitentes e, consequentemente, dos respectivos *stakeholders* e do mercado quanto ao seu cumprimento.

Nesta matéria nota-se uma evolução importante, com a manifesta simplificação de algumas recomendações e com a supressão de recomendações com conteúdo múltiplo, o que se destaca de entre os aspectos positivos do Projecto de Código; sem prejuízo, mantêm-se ainda algumas recomendações com conteúdo múltiplo, como é o caso, por exemplo, das novas Recomendações I.3., I.4. e II.3.1.

Nestes termos, reitera-se a proposta de reformulação das recomendações que contenham várias sub-alíneas ou sub-recomendações, uma vez que, para efeitos de indicação do acolhimento da recomendação, o acolhimento parcial de uma recomendação poderá obrigar à sua qualificação como “não adoptada” na íntegra, sem possibilidade de indicação de “acolhimento parcial”.

Em alternativa, e entendendo a CMVM que em certos casos a boa prática para que aponta determinada recomendação apenas se encontre garantida no seu integral conteúdo axiológico com o preenchimento das múltiplas vertentes identificadas, a AEM considera que deve passar a admitir-se a existência de situações de cumprimento parcial das recomendações, possibilidade que, apesar de expressamente referida como aceite a páginas dois do documento de consulta, não consta dos articulados (Projecto de Regulamento e Projecto de Código) colocados à consulta.

Trata-se, conforme tem sido exaustivamente notado pelas empresas emitentes, de um aspecto de particular relevância e sensibilidade, uma vez que parece manifestamente

injusto classificar uma recomendação como não acolhida quando a sociedade emitente a cumpra substancialmente.

b) Princípio *Comply or Explain*

Neste ponto, a AEM propõe que no novo Código de Governo (bem como, no novo Regulamento) se faça uma menção expressa à necessária equiparação entre o “*comply*” (*i.e.*, quando sejam adoptados os mecanismos necessários e adequados para o cumprimento do conteúdo de uma recomendação) e o “*explain*” (*i.e.*, a apresentação dos argumentos que justificam a não adopção de uma determinada recomendação) e que, na esteira do princípio “*comply or explain*” («conformar-se ou justificar-se»), se clarifique que quando as empresas disponham de mecanismos idóneos a dar cumprimento aos princípios subjacentes a cada recomendação serão consideradas em cumprimento das mesmas.

Naturalmente, tais princípios devem guiar as empresas emitentes na justificação dos seus motivos para eleger práticas que, não coincidindo estritamente com as recomendações da CMVM, respeitem a mesma *ratio*, e devem constituir um elemento determinante na apreciação pelo mercado e pelos investidores em geral das práticas de governo societário.

Para este efeito pode revelar-se útil uma maior densificação e exposição dos objetivos que subjazem às recomendações, com a menção de que a recomendação é a via privilegiada para alcançar tais objectivos, mas que é aceite como justificada outra via de prossecução ou a apresentação de razões fundadas para a não adopção da recomendação ou de via alternativa.

Julgamos que esta sugestão se encontra completamente alinhada com a abordagem adoptada pela CMVM, no seu último relatório anual sobre o governo das sociedades cotadas, mediante a qual a entidade de supervisão veio a considerar como equiparadas a cumpridas as recomendações não adoptadas, nos casos em que a empresa emitente deu uma explicação efectiva e completa para o não acolhimento, abordagem que decerto contribuirá para que as sociedades apresentem, nos respectivos relatórios de governo, fundamentações ainda mais claras e completas das razões subjacentes ao não acolhimento das recomendações.

A sugestão apresentada, conforme acima mencionado, encontra-se igualmente em linha com a possibilidade, aceite no documento de consulta, de situações de acolhimento parcial de recomendações.

c) Flexibilidade na aplicação das soluções

Do ponto de vista das soluções substanciais compreendidas no Projecto de Código, parece-nos que relativamente a várias das recomendações propostas é recomendável imprimir-se uma maior flexibilização às soluções preconizadas, em função das especificidades de cada sociedade e sector.

Por exemplo, no que concerne à Recomendação I.1., a previsão generalizada do voto por via electrónica não parece justificar-se em todos os casos.

Aliás, a recomendação parece, em si mesma, algo contraditória, porquanto preconiza que se deve incentivar os accionistas a “participar” nas assembleias gerais e depois, que se devem implementar os meios para o exercício de direito de voto por via electrónica.

Ora, o incentivo à participação deve traduzir-se em incentivo em estar presente, em propor, discutir e ouvir as explicações que ali são apresentadas e não em incentivo ao voto por via electrónica porque, aí, a participação circunscreve-se exclusivamente ao voto, o que é redutor.

d) A dimensão das empresas

A reflexão realizada na alínea anterior é especialmente relevante no que respeita ao problema da dimensão das empresas.

Algumas das recomendações em vigor (designadamente as respeitantes às comissões especializadas e à delegação dos poderes de gestão) condicionam a respectiva aplicação em função da dimensão da empresa.

Significa isto, por exemplo, que uma empresa de dimensão intermédia ou grande PME cotada pode delas afastar-se, sem que seja considerada incumpridora das recomendações de bom governo.

Todavia, relativamente a várias outras recomendações igualmente importantes, como sejam as respeitantes ao número de administradores independentes (matéria que, aliás, a AEM critica), a diferente dimensão apenas pode ser apresentada como justificação para o não acolhimento da recomendação; ou seja, uma empresa de dimensão intermédia e/ou grande PME, podendo embora apresentar justificações para o não acolhimento de algumas recomendações, dificilmente poderá situar-se no grupo das empresas mais cumpridoras, com as consequências reputacionais daí advenientes.

Como é sabido, existe, no presente momento, um debate empenhado, à escala europeia, quanto à necessidade de criar recomendações de governo societário que tomem em consideração a dimensão da empresa e que se mostrem especificamente adaptadas às

empresas de média e pequena dimensão (recorde-se, a este propósito, o Green Paper “The EU corporate governance framework”, da Comissão Europeia, de Abril de 2011, mas também o mais recente “Plano de Acção: Direito das sociedades europeu e governo das sociedades - um quadro jurídico moderno com vista a uma maior participação dos accionistas e a sustentabilidade das empresas”).

E, códigos de governo societário existem, destinados a pequenas e médias empresas (veja-se, por exemplo, o francês Code de Gouvernement d’Entreprise Pour les Valeurs Moyennes et Petites), que mostram como pode ser importante diferenciá-las, no seu estágio de evolução, das restantes empresas cotadas.

De facto, o governo de uma empresa de dimensão intermédia ou grande PME cotada tem especificidades que não se colocam numa empresa de dimensão maior (por exemplo, a problemática da acumulação da qualidade de trabalhador com a qualidade de accionista, a respectiva remuneração, o número de administradores independentes, etc.), pelo que o número e extensão das recomendações que lhes deve ser aplicado se nos afigura dever ser menor, pois muitas das recomendações em causa não se apresentam como relevantes para a avaliação por parte dos investidores da empresa (por exemplo, no que concerne as recomendações sobre limites de voto, ofertas públicas de aquisição, etc.).

Ora, o conjunto das recomendações deve mostrar-se coerente na sua formulação.

Em especial, não parece consistente aceitar-se a dimensão como critério de exclusão da aplicação de algumas Recomendações e, depois, apenas como mero critério de (boa) justificação para o não acolhimento de outras, sob pena de a avaliação do grau de acolhimento por parte das empresas de dimensão intermédia ou grande PME se apresentar como vazio de utilidade na decisão de investimento a tomar pelos potenciais investidores.

Importa, por isso, rever as (novas) recomendações aplicáveis às empresas de dimensão intermédia e grandes PME nesta perspectiva.

e) Igualdade no tratamento dos diferentes modelos de Governo

Por outro lado, julgamos que seria útil proceder-se a uma reponderação global das propostas de recomendações apresentadas de modo a assegurar a sua plena aplicabilidade e adequação aos três modelos de governo das sociedades anónimas previstos no Código das Sociedades Comerciais, adequação que, face ao texto actual, não parece completamente clara.

f) Proliferação de comissões especializadas

Nota-se que, em diversos casos, o Projecto de Código se refere a uma multiplicidade de comissões de diverso tipo e morfologia sem contudo cuidar de esclarecer com exactidão o respectivo modo de formação e composição (*e.g.*, por membros dos órgãos sociais ou outros), o que deveria ser evitado; e, do mesmo modo, importa ponderar de forma cuidada a utilidade da existência, e aparente multiplicação, de tais comissões.

O exemplo paradigmático desta situação encontra-se patente na Recomendação II.3.1, onde, precisamente, se verifica a proliferação da criação de comissões, designadamente no seio do Conselho de Administração ou do Conselho Geral e de Supervisão.

g) Clarificação de conceitos vagos e indeterminados

Por último, parece-nos igualmente importante a clarificação (ou alteração) de alguns conceitos vagos e indeterminados (por exemplo, o conceito de “historial evolutivo”, na nova Recomendação VI.1).

E, em sentido complementar, a correcção de eventuais lapsos que desvirtuem os objectivos da Recomendação em causa (por exemplo, na Recomendação II.1.7, parece não fazer sentido a referência à “convocatória” devendo manter-se apenas a remessa das actas; na Recomendação II.3.4 deve ser suprimida a parte final “demais dirigentes da Sociedade”).

C. O Projecto de Regulamento sobre Governo das Sociedades (substituirá o Regulamento n.º 1/2010)

a) Aspectos gerais

O Projecto de Regulamento relativo ao governo das sociedades, acolhe um conjunto de soluções que, não fosse a circunstância de se mostrarem prejudicadas pelo Modelo de Relatório proposto, mereceriam o aplauso sem reservas da AEM.

Porém, caso o Modelo de Relatório se mantenha tal qual proposto, a evolução positiva realizada quanto ao Regulamento perde a sua eficácia na medida em que resulta gravemente prejudicada pela apreciação negativa global da proposta de revisão.

No que respeita especificamente ao Projecto de Regulamento, é sabido que, conforme já em outras ocasiões tivemos oportunidade de enfatizar, o sistema de *corporate governance* em vigor em Portugal é fruto do desenvolvimento regulatório realizado ao longo da última década no mercado de capitais nacional, constituindo o resultado, por um lado, do preenchimento de um espaço vazio - entenda-se: a ausência de iniciativas de âmbito privado, nesta área, ao longo de cerca de dez anos -, e, por outro lado, da quase completa ausência de crítica, salutar e construtiva, ao processo de elaboração regulamentar subjacente, durante o mesmo período.

A evolução do tema, porém, e a própria intervenção que nesta matéria a AEM tem vindo a desenvolver, mostram que estão hoje reunidas as condições para uma discussão mais aprofundada do referido quadro de actuação regulatória.

De facto, é entendimento desta Associação que a matéria da *corporate governance* constitui tema em que, por excelência, a auto-regulação pode e deve afirmar-se no sentido de acolher as soluções e alternativas que melhor se adequem a cada universo empresarial e que sejam indutoras de competitividade empresarial e de confiança no mercado, ocupando espaços vazios ou regulando com maior flexibilidade do que a hetero-regulação.

Porque, sem dúvida, ninguém melhor do que as empresas emitentes compreende o constante desafio de permanente melhoria do respectivo nível de transparência e esclarecimento ao mercado, circunstância de que julgamos constituir cabal exemplo a já

mencionada iniciativa das empresas emitentes, reunidas na AEM, desenvolvida pela *Católica Lisbon School of Business & Economics*, de elaboração dos “Relatórios sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações, Índice e Rating de Governo Societário”.

Neste sentido, a AEM congratula-se com a eliminação do actual art.º 1.º, n.º 2 do Regulamento n.º 1/2010, parcialmente substituído pelo art.º 2.º do Regulamento em análise, o qual prevê que “a *adopção de um código diferente do Código da CMVM pelos emitentes sujeitos a lei pessoal portuguesa deve ser justificada no relatório a que se refere o art. 1.º*”, passando pois a impor-se apenas que as empresas emitentes justifiquem a opção que fazem quanto ao código de governo societário adoptado, sem necessidade de cumprimento de outros critérios.

Ou seja, passa a ser possível a escolha, por parte das sociedades cotadas, de um Código de governo das sociedades alternativo ao da CMVM, deixando de ser exigível que as empresas escolham um código governativo que abranja, no mínimo, as matérias constantes do Código do Governo das Sociedades da CMVM.

Porém, como se disse, o efeito útil deste passo, potencialmente positivo, no sentido da promoção de uma maior autonomia por parte das sociedades cotadas no que respeita a boas práticas governativas, resulta inevitavelmente prejudicado pela extensão do Modelo de Relatório proposto.

Foi também com agrado que notámos a nova redacção do n.º 2 do artigo 2.º do Anteprojecto de Regulamento quando refere que “*os emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal adoptam o Código da CMVM ou um código de governo societário emitido por entidade vocacionada para o efeito*”, formulação que, naturalmente, passa a abranger também a AEM no elenco de entidades que podem emitir um Código.

Sem prejuízo, a AEM considera oportuno questionar o regulador quanto ao âmbito de definição das entidades com vocação para a emissão de códigos alternativos, em particular, no sentido de saber se é entendimento da CMVM que as empresas emitentes possam adoptar códigos de governo emitidos por entidades estrangeiras.

Em qualquer caso, a AEM interpreta o preceito em referência no sentido de o mesmo não investir a CMVM na faculdade de sindicar a escolha de determinado código de governo alternativo (por exemplo, com base no facto de a entidade emitente das recomendações em causa não ser, no entender da CMVM, “vocacionada para o efeito”).

De facto, na perspectiva da AEM, a escolha das recomendações e práticas de governo que melhor se adequam à realidade das empresas emitentes deve ser deixada na esfera de responsabilidade das empresas emitentes e, em particular, ao respectivo órgão de administração, naturalmente sujeito ao escrutínio accionista.

Por último, a AEM congratular-se-ia igualmente com a abolição da exigência de prestação de informação estatística complementar ao relatório detalhado sobre a estrutura e as práticas de governo societário de cada sociedade, conforme o Anexo II do Regulamento n.º 1/2010, não fosse a evidente incongruência existente entre a referida eliminação e o conteúdo do Modelo de Relatório proposto que, conforme no ponto seguinte melhor se detalha, anula aquele que seria o verdadeiro alcance, potencialmente positivo, da mencionada abolição.

De facto, considerados todos os documentos incluídos na proposta de novo enquadramento regulatório e recomendatório em matéria de governo das sociedades, percebe-se que, a final, não estamos perante uma verdadeira abolição da exigência de prestação de informação estatística complementar ao Relatório mas, conforme se reconhece no Relatório de Análise de Impacto, perante uma mera “condensação dos dois anexos até agora existentes num único anexo”, aliás, com multiplicação e exacerbação do respectivo conteúdo e correspondente peso burocrático.

Em conclusão, cumpre, pois, registar a evolução do Projecto de Regulamento no sentido da eliminação de exigências, ainda hoje em vigor, que têm sido unanimemente consideradas como excessivas e onerosas, o que poderá permitir fomentar o desenvolvimento de novas recomendações em sede de governo societário resultantes da iniciativa da sociedade civil.

O Regulamento da CMVM proposto parece assumir um conteúdo bastante mais neutro e menos comprometido com determinada orientação em matéria de governo societário, permitindo uma maior liberdade de adaptação às empresas emitentes e deixando-lhes a necessária margem para adoptarem um outro código de governo que não o da autoridade de supervisão, situação que, contudo, é gravemente prejudicada pelo Modelo de Relatório proposto.

b) Entrada em vigor e produção de efeitos

A entrada em vigor do Projecto de Regulamento encontra-se prevista para 1 de Janeiro de 2014, nos termos do disposto no seu artigo 4.º.

A AEM entende que o novo Regulamento deve entrar em vigor de imediato (sem prejuízo, contudo, da necessidade de reponderação do conteúdo e das inúmeras questões levantadas pelo Modelo de Relatório que lhe é anexo).

Do mesmo modo, o novo Código deverá entrar em vigor de imediato, de modo a possibilitar que, no exercício de 2014 – quando as sociedades submetam à consideração dos seus accionistas o relatório anual de gestão relativo ao exercício de 2013, onde se inclua o relatório detalhado sobre a estrutura e as práticas de governo societário (‘Relatório de Governo Societário’), seja o referido relatório elaborado em resposta às recomendações decorrentes daquele Código (ou de Código alternativo), em cumprimento do *supra* citado regulamento.

Neste sentido, o artigo 4.º do Regulamento deve clarificar, sem margem para dúvidas, que o Relatório de Governo das Sociedades a que diz respeito o respectivo artigo 1.º deverá ser preparado, pelas empresas emitentes, em 2014, com referência ao exercício de 2013, de acordo com qualquer Código então em vigor.

Deste modo, as empresas emitentes deverão, ao longo de 2013, conformar as suas práticas de governo às recomendações constantes do Código que entendam adoptar, incluindo o que agora a CMVM submete a consulta pública, ainda que a apreciação quanto ao seu efectivo acolhimento apenas tenha lugar no âmbito do relatório a elaborar em 2014.

Sem prejuízo, não deve perder-se de vista que a presente consulta pública decorre no final do 1.º trimestre do exercício de 2013, pelo que, as alterações aos normativos em vigor que vierem a ser publicadas em sua consequência sê-lo-ão depois de transcorrida uma parte relevante do ano social em curso.

Por essa razão, a análise dos relatórios a emitir em 2014, versando sobre o ano de 2013, deverá ter em conta a circunstância de as novas regras não terem estado em vigor durante parte substancial do ano, bem como, da indispensável necessidade de um período de adaptação por parte das empresas emitentes (e que, no caso presente, provavelmente, coincidirá com a segunda metade do ano), designadamente, dando a tal circunstância a necessária relevância em sede de aplicação do princípio *comply or explain*.

Caso não seja este o entendimento da CMVM, então poderá ser necessário postecipar, para o exercício seguinte, a entrada em vigor de alguns dos normativos em causa, sem

prejuízo de se permitir às empresas emitentes a respectiva adopção através da correspondente declaração de auto-vinculação.

D. O Anexo ao Regulamento (e que constitui um Projecto de (novo) Modelo de Relatório de Governo Societário)

a) Aspectos gerais

Em simultâneo com a apresentação do Projecto de Código e do Projecto de Regulamento, a CMVM apresenta igualmente um projecto de novo Modelo de Relatório de Governo (incluído como Anexo ao novo Regulamento).

A AEM assume, como pressuposto da análise que a seguir se apresenta, que o referido Modelo deve(ria) mostrar-se consistente com o disposto, e com a evolução potencialmente positiva notada, nos projectos de novo Código e novo Regulamento.

Ora, partindo do pressuposto acabado de enunciar, o Modelo de Relatório suscita notória perplexidade e estupefacção e, conforme fomos antecipando, prejudica gravemente a avaliação positiva que pudesse realizar-se em relação à globalidade do processo de revisão em causa.

b) Extensão dos Relatórios de Governo Societário

Em primeiro lugar, deve notar-se que a descrição dos requisitos informativos e dos elementos que, nos termos do Modelo de Relatório, devem constar do relatório sobre a estrutura e as práticas de governo societário, se estende por mais de trinta páginas (sendo certo que esse número de páginas não inclui o teor do Relatório sobre o acolhimento do Código de Governo das sociedades, a que a sociedade se encontre sujeita ou tenha decidido voluntariamente sujeitar-se, pelo que a respectiva extensão acresce à extensão, já de si exacerbada, resultante do Modelo de Relatório).

Esta simples observação mostra que, face à obrigação de inclusão de toda a informação exigida, os referidos relatórios facilmente apresentarão uma dimensão na ordem das muitas dezenas (e centenas) de páginas, situação que, claramente, contraria as modernas tendências e melhores práticas em matéria de bom reporte de informação a qual se pretende pautada pela respectiva clareza, simplicidade, acessibilidade e transparência.

Ora, esta exagerada extensão, constitui, por um lado, o resultado da multiplicação injustificada do número de informações exigidas mas, por outro lado, representa

igualmente a consequência mais notória do sobrepeso regulatório e burocrático que incide sobre as empresas emittentes portuguesas e que não tem paralelo conhecido noutras jurisdições similares.

De facto, analisada a actuação e exigências de outras autoridades reguladoras europeias no que respeita à matéria da “informação relativa ao governo das sociedades” não se encontra nenhuma situação comparável de exigência semelhante ao grau de pormenorização da informação prestada que a CMVM pretende exigir das empresas emittentes portuguesas (nem mesmo no caso espanhol que é o único exemplo comparável e relativamente ao qual são conhecidas as reservas das empresas emittentes espanholas).

Ao que acresce que, na verdade, as situações identificadas em que existem “modelos de relatório”, não resultam de modelos determinados pelas autoridades reguladoras mas sim de iniciativas das associações privadas que, face a dificuldades das empresas suas associadas, criam modelos orientadores destinados a auxiliar a actividade de *reporting* das mesmas.

No caso português, porém, o grau de sofisticação, qualidade e detalhe já alcançados pelas empresas emittentes na produção dos respectivos Relatórios anuais, e Relatórios de governo, e generalizadamente reconhecida pela comunidade no mercado de capitais, já mais do que justifica que se dispense a intervenção dirigista da autoridade de supervisão no sentido da exorbitante padronização da informação em causa.

Não pode, pois, deixar de suscitar perplexidade a extensão da exigência de informação constante do Modelo em apreço; a qual aumenta quando se percebe que parte da informação cuja prestação se exige extravasa inclusivamente o conhecimento razoavelmente exigível às empresas emittentes e que parte igualmente significativa incide sobre informação sensível (e cuja confidencialidade, no formato anterior, era assegurada por ser apenas transmitida à CMVM).

c) Estrutura e forma dos Relatórios de Governo Societário

No que diz respeito à forma de apresentação do Relatório, a pretensão de que aquele seja elaborado mediante o preenchimento dos campos informativos exigidos e de acordo com uma estrutura rígida e espartilhada, do tipo formulário, não se coaduna com a dinâmica da estratégia, da actividade e do negócio das empresas cotadas, e não pode colher a concordância da AEM na medida em que as diferenças entre os mercados de intervenção e a estrutura organizativa das diferentes empresas emittentes claramente

desaconselha a adopção de um formato único, e não adequado, face à diversidade do ecossistema de actuação de cada sociedade.

A abordagem proposta no Modelo de Relatório prejudicará a actuação das empresas emitentes no seu esforço de captação da melhor atenção dos investidores, accionistas e analistas para a informação divulgada, designadamente, por via da utilização e edição de conteúdos material e graficamente apelativos.

E não se vislumbra a utilidade da imposição de uma uniformidade artificial e de comparabilidade do que não é comparável, a qual, prejudicando a liberdade de apresentação de informação útil e de elevada qualidade para os accionistas, investidores e analistas, e transformando os relatórios de governo societário em documentos fastidiosos e de elevado pendor burocrático, conduzirá inevitavelmente ao desinteresse dos investidores e a um maior afastamento entre as empresas e o mercado.

Acresce que a abordagem proposta no Modelo de Relatório conduzirá, quase inevitavelmente, à elaboração dos relatórios de governo societário numa lógica de *box ticking*, acentuando o enfoque numa lógica de *compliance* em prejuízo da apresentação, aos investidores, das informações úteis e necessárias para que estes tenham uma correta percepção sobre o modelo e as práticas de governo das sociedades cotadas, problema que, depois de assim desnecessariamente criado, não será resolvido através da mera possibilidade de inclusão de informação adicional.

O que a abordagem proposta no Modelo de Relatório significa é que, enquanto noutros ordenamentos se procura premiar a inovação, a qualidade, a transparência e a acessibilidade, na transmissão e divulgação de informação aos investidores, em Portugal pretende promover-se a estéril padronização da informação num exercício autofágico que apenas serve a própria autoridade de supervisão mas, de nenhum modo, os investidores, os accionistas, os analistas e os restantes *stakeholders*.

É entendimento da AEM que cada empresa emitente deve ter a liberdade de fixar o seu modelo de apresentação e divulgação da informação exigida, na medida em que não se reconhece a existência de um esquema de relatório que seja apto a satisfazer de modo geral as necessidades particulares de cada empresa emitentes e dos seus *stakeholders*.

Pelo que, também nesta matéria deverá ser dada primazia a um princípio de adaptabilidade à realidade de cada uma das empresas emitentes e não à imposição de uma estrutura padronizada rígida.

d) As exigências de informação do Modelo de Relatório

Afirma-se, no documento de consulta, que “no que respeita ao conteúdo informativo do referido Relatório, o mesmo resulta de uma consolidação dos dois atuais anexos ao Regulamento da CMVM n.º 1/2010 que, por essa via, passam a constar de um único documento de apresentação obrigatória – o referido ‘Relatório de Governo Societário’”.

A análise a que procedemos nos pontos seguintes da presente alínea permite perceber que a afirmação acabada de transcrever não é exacta.

De facto, o Modelo de Relatório proposto extravasa largamente a mera consolidação dos actuais anexos (consolidação que, em qualquer caso, não faria sentido, pois que o que se pretendia era a supressão, pura e simples, do actual Anexo II do Regulamento em vigor).

A referida análise é, ainda, assim o cremos, especialmente útil na medida em que o documento de consulta da CMVM, tendo o cuidado de apresentar tabelas comparativas nas quais se confrontam a actual redacção do Regulamento n.º 1/2010 com as correspondentes novas normas propostas, bem como, no caso do Código, a actual redacção da recomendação com a correspondente proposta de alteração, certamente não por acaso, não apresenta qualquer tabela comparativa no que respeita ao novo Modelo de Relatório de Governo Societário.

i. Exigências de informação que representam recomendações aparentemente eliminadas no novo Projecto de Código

As secções do Modelo de Relatório a seguir assinaladas constituem exemplos de recomendações que, aparentemente suprimidas (total ou parcialmente) no Projecto de Código, na prática, transitam para o relatório de governo societário e, portanto, por via da sua integração no Projecto de Regulamento, transitam da esfera recomendatória para o acervo regulamentar.

Note-se que, neste ponto, a AEM não pretende desvirtuar o princípio segundo o qual algumas matérias que deixem de ser tratadas como recomendação, possam passar a ser objecto de divulgação no relatório anual sobre o governo societário, o que, quando justificado e útil para investidores, accionistas e analistas, se entende como potencialmente salutar.

Porém, não é esse o caso. Assim,

A actual recomendação I.1.2. passa a estar reflectida na secção II.1.2. do Modelo de Relatório (a matéria não se encontrava prevista no Anexo II do Regulamento n.º 1/2010, mas apenas no respectivo Anexo I como decorrência natural da presença da recomendação no Código).

A actual recomendação II.1.1.2. passa a estar reflectida na secção VI.2. do Modelo de Relatório já que, na realidade, esta secção não está adaptada à nova redacção da Recomendação II.1.2. (a matéria não se encontrava prevista no Anexo II do Regulamento n.º 1/2010, mas apenas no respectivo Anexo I como decorrência natural da presença da recomendação no Código).

A actual recomendação II.1.1.4., relativa ao mesmo tema, passa também a estar reflectida na secção VI.2. do Modelo de Relatório (a matéria não se encontrava prevista no Anexo II do Regulamento n.º 1/2010, mas apenas no respectivo Anexo I como decorrência natural da presença da recomendação no Código).

A actual recomendação II.1.2.3. passa a estar reflectida na secção III.2.4. do Modelo de Relatório, já que, na realidade, esta secção não está adaptada à nova redacção da Recomendação II.1.5. e continua a colocar a tónica na independência e incompatibilidades, quando a nova redacção sugerida pela CMVM abandonou a remissão para o regime das incompatibilidades (a matéria não se encontrava prevista no Anexo II do Regulamento n.º 1/2010, mas apenas no respectivo Anexo I como decorrência natural da presença da recomendação no Código).

A actual recomendação II.1.4.1. passa a estar reflectida na secção VI.1. do Modelo de Relatório (a matéria não se encontrava prevista no Anexo II do Regulamento n.º 1/2010, mas apenas no respectivo Anexo I como decorrência natural da presença da recomendação no Código).

A actual recomendação II.1.4.2. passa a estar reflectida na secção VI.1. do Modelo de Relatório (a matéria não se encontrava prevista no Anexo II do Regulamento n.º 1/2010, mas apenas no respectivo Anexo I como decorrência natural da presença da recomendação no Código).

A actual recomendação II.2.4. passa a estar reflectida na secção III.1.8. do Modelo de Relatório (a matéria não se encontrava prevista no Anexo II do Regulamento n.º 1/2010, mas apenas no respectivo Anexo I como decorrência natural da presença da recomendação no Código).

A actual recomendação II.1.5.4. passa a estar reflectida na secção V.8. do Modelo de Relatório já que, na realidade, esta secção não está adaptada à nova redacção da Recomendação III.11 (a matéria não se encontrava prevista no Anexo II do

Regulamento n.º 1/2010, mas apenas no respectivo Anexo I como decorrência natural da presença da recomendação no Código).

A actual recomendação II.1.5.7. passa a estar reflectida na secção V.4. (V.4.1.) do Modelo de Relatório já que, na realidade, esta secção não está adaptada à nova redacção da Recomendação III.9 (a matéria não se encontrava prevista no Anexo II do Regulamento n.º 1/2010, mas apenas no respectivo Anexo I como decorrência natural da presença da recomendação no Código).

ii. Exigências de informação que não constavam do Código ou do Regulamento em vigor (e que, portanto, constituem exigências de informação completamente novas)

Para além do disposto no número anterior, cumpre evidenciar que são inúmeras as secções do Modelo de Relatório que consubstanciam exigências de informação que não constam do Código ou do Regulamento em vigor.

Exemplificativamente,

A exigência de informação da secção I.2.1.3. não consta das Recomendações em vigor nem se encontra prevista no Anexo I ou no Anexo II ao Regulamento n.º 1/2010.

A exigência de informação da secção I.2.2. não consta das Recomendações em vigor nem se encontra prevista no Anexo I ou no Anexo II ao Regulamento n.º 1/2010.

A exigência de informação da secção I.2.3. não consta das Recomendações em vigor nem se encontra prevista no Anexo I ou no Anexo II ao Regulamento n.º 1/2010.

A exigência de informação da secção II.3. não consta das Recomendações em vigor nem se encontra prevista no Anexo I ou no Anexo II ao Regulamento n.º 1/2010.

A exigência de informação da secção III.1.1. não consta das Recomendações em vigor nem se encontra prevista no Anexo I ou no Anexo II ao Regulamento n.º 1/2010.

A exigência de informação da secção III.1.2. não consta das Recomendações em vigor nem se encontra prevista no Anexo I ou no Anexo II ao Regulamento n.º 1/2010.

A exigência de informação da secção III.1.3. não consta das Recomendações em vigor nem se encontra prevista no Anexo I ou no Anexo II ao Regulamento n.º 1/2010.

A exigência de informação da secção III.1.4. não consta das Recomendações em vigor nem se encontra prevista no Anexo I ou no Anexo II ao Regulamento n.º 1/2010.

A exigência de informação da secção III.1.9. não consta das Recomendações em vigor nem se encontra prevista no Anexo I ou no Anexo II ao Regulamento n.º 1/2010.

A exigência de informação da secção III.2.1. não consta das Recomendações em vigor nem se encontra prevista no Anexo I ou no Anexo II ao Regulamento n.º 1/2010.

A exigência de informação da secção III.2.2. não consta das Recomendações em vigor nem se encontra prevista no Anexo I ou no Anexo II ao Regulamento n.º 1/2010.

A exigência de informação da secção III.3. não consta das Recomendações em vigor nem se encontra prevista no Anexo I ou no Anexo II ao Regulamento n.º 1/2010.

A exigência de informação da secção IV.1. não consta das Recomendações em vigor nem se encontra prevista no Anexo I ou no Anexo II ao Regulamento n.º 1/2010.

A exigência de informação da secção VI.3. não consta das Recomendações em vigor nem se encontra prevista no Anexo I ou no Anexo II ao Regulamento n.º 1/2010.

e) Problemas específicos detectados nas exigências de informação constantes do Modelo de Relatório

A título meramente exemplificativo assinala-se um conjunto de informações cuja divulgação, nesta sede, carece de sentido ou de exequibilidade, conforme se elenca em baixo:

- A secção I.2.1.3. requer a divulgação de todas as relações de natureza comercial existentes entre os titulares de participações qualificadas e a empresa emitente. A divulgação destas informações já é dada a conhecer, em cumprimento do IAS 24, pelo que a sua repetição nesta sede parece dispensável.
- A secção I.2.1. deve ser suprimida pois a informação exigida, ou já resulta dos anexos ao relatório, em cumprimento do disposto no artigo 448.º do C.S.C. e artigo 8.º do Regulamento CMVM n.º 5/2008, ou já foi revelado ao mercado em momento próprio e em cumprimento de obrigações específicas. Ademais, porque se reporta a 31 de Dezembro do exercício anterior, não tem aquela matéria suficiente actualidade para uma evidência reforçada no contexto global dos documentos de prestações de contas.
- O cumprimento da secção I.2.2. requer a divulgação de participações detidas por dirigentes e entidades com estes estreitamente relacionadas. Este dever reconduz-se ao cumprimento das exigências constantes do artigo 447.º do C.S.C.

e do artigo 14.º do Regulamento da CMVM n.º 5/2008, pelo que a sua inclusão nesta sede parece dispensável.

- A secção I.2.3. exige a divulgação das variações nas participações accionistas que tenham ocorrido ao longo do exercício. A AEM considera que a utilidade decorrente do preenchimento destes campos é absorvida, precisamente, pela obrigatoriedade de divulgação ao mercado.

Na verdade, neste como noutros casos, toda esta informação estará disponível no *website* da CMVM e da sociedade cotada, há já algum tempo, no momento em que puder ser divulgada no Relatório de Governo.

Nestes termos, a exigência de preenchimento da Secção I.2.3 constitui um oneroso exercício de duplicação que, em face destas publicações, não parece encerrar qualquer utilidade.

- Também a Secção III.1.3. deve ser parcialmente suprimida. Requer a referida Secção que as empresas elenquem as características que permitem aferir da elegibilidade do Presidente do órgão de administração e dos restantes membros executivos e não executivos. A Secção III.1.3 exige, porém, ainda, que sejam também divulgadas as regras aplicáveis à nomeação e substituição dos membros do órgão de administração. Nestes termos, o dever de preenchimento dos campos constantes da Secção III.1.3 não poderá deixar de conduzir à repetição exaustiva da informação divulgada, em especial uma vez afastada a recomendação no sentido da existência de comissões de selecção.
- As secções III.1.4 e III.2.4. encerram, igualmente, uma problemática que a AEM não pode deixar de apontar: a primeira requer a identificação dos membros dos órgãos de administração independentes, enquanto a segunda requer a divulgação dos membros dos órgãos de fiscalização independentes.

Na medida em que, no modelo de governo de cariz anglo-saxónico, os membros da Comissão de Auditoria têm ainda a qualidade de administradores e que os critérios utilizados para aferir da independência dos membros dos órgãos de administração e fiscalização deixarão de ser os mesmos, afigura-se recomendável expressar inequivocamente que a independência dos membros da comissão de auditoria, também administradores, deve ser aferida com recurso a diferentes critérios, conforme se avalie a respectiva independência enquanto membros do conselho de administração ou da comissão de auditoria.

- Mais em especial, relativamente à secção III.2.4., a matéria encontra-se igualmente prevista na redacção da nova Recomendação II.1.4., porém, o teor do Modelo de Relatório não se mostra adaptado à nova redacção da recomendação:

a secção III.2.4. parece continuar a colocar a tónica na independência e incompatibilidades, quando a nova redacção sugerida abandonou, e bem, a remissão para o regime das incompatibilidades, e, por outro lado, o novo elenco referido na Recomendação (relativamente ao qual, aliás, a AEM apresentou fundadas críticas, *supra*) não está vertido no quadro 2.4..

- A secção III.1.7. (mecanismos de coordenação entre membros executivos e não executivos do órgão de administração), parece ignorar que, em face da redacção sugerida para a nova Recomendação II.1.7., a coordenação entre membros executivos e não executivos passa a ser feita por um administrador independente indicado pelo órgão de administração, pelo que deve ser revista em conformidade.
- Relativamente à secção V., e em linha com a posição já *supra* defendida pela AEM no que respeita à matéria da divulgação das remunerações, é nosso entendimento que os dados a incluir devem conter-se nos estritos limites do dispositivo legal em vigor nesta matéria (Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho). Em especial, consideramos particularmente desnecessária e contraproducente, constituindo uma divulgação injustificada de dados pessoais sem qualquer interesse sério para os diferentes *stakeholders*, a divulgação de informação que ultrapasse o normativo legal, ele próprio já sobejamente questionado pelas empresas emitentes.
Nesta matéria deve, pois, ser dada primazia a um princípio de reserva de privacidade.
- Desde logo, a Secção V.2. deve, no nosso entender, ser objecto de reformulação. As instruções de preenchimento dos respectivos campos esclarecem, na verdade, que a independência dos membros da comissão de vencimentos deve *aferir-se em relação aos membros do órgão de administração*, sem explicitar os critérios relevantes nesta apreciação, os quais devem ser clarificados.
E, por outro lado, julgamos que deve ser eliminada a questão relativa à presença da comissão de vencimentos na Assembleia Geral em que seja aprovada a declaração sobre a política de remunerações a que se refere a Lei n.º 28/2009, pois não se vislumbra a *ratio* do quesito: a Assembleia Geral é um órgão soberano com poderes electivos e tem autonomia e competência para avaliar a prestação dos eleitos e actuar nos termos que entenda adequados, pelo que esta matéria deve ser suprimida.
- Em homenagem à desejável competitividade na captação e retenção de quadros dirigentes, a respectiva política de remuneração não deve ser partilhada ou

divulgada, em moldes detalhados, pelas empresas emitentes, sob pena de se gerar uma “*race to the bottom*” sem vantagens perscrutáveis para o bom governo das sociedades, aspecto que deve ser clarificado pela CMVM na Secção V.3.

- Em linha com o princípio basilar de reserva de privacidade acima reiterado, cumpre notar a exorbitância da informação desagregada solicitada na secção V.4.2., designadamente ao incluir a remuneração “com origem nas sociedades que se encontrem em relação de domínio ou de grupo, ou sujeitas a domínio comum”.

De facto, se, por um lado, a desagregação relativamente às sociedades dominadas e em relação de grupo, no sentido descendente, não oferece qualquer informação de relevo e interesse na apresentação das contas consolidadas, por outro, a informação relativa a remunerações recebidas em sociedades sujeitas a domínio comum - designadamente aquelas em que o administrador é sócio - é completamente alheia ao conhecimento da sociedade e ao interesse do mercado, sendo inaceitável a sua exigência.

De facto, não faz sentido a exigência da revelação da remuneração auferida pelos administradores em sociedades dominadas pela mesma dominante: essas sociedades ou são abertas e, portanto, já de si sujeitas à divulgação da remuneração dos seus administradores, ou também não fará sentido alargar o âmbito da obrigação de exposição de dados desta natureza.

- Relativamente à secção V.8. (benefícios de reforma), a matéria encontra-se prevista na redacção da nova Recomendação III.1.1., porém, a única informação que deveria ser requerida seria, quando muito, a relativa a saber se a proposta relativa à aprovação de qualquer sistema de benefícios de reforma a favor dos membros dos órgãos sociais é, ou não, submetida à Assembleia Geral.
- A secção VI.2. determina a divulgação de informação relativa aos sistemas de controlo e gestão de riscos.

Nos termos da actual recomendação nesta matéria (recomendação II.1.1.2.), as empresas emitentes devem criar sistemas internos de controlo e gestão de riscos que incluam pelo menos as componentes aí enumeradas.

Diferentemente, e com fundamento no objectivo de proporcionar uma maior flexibilidade e liberdade de conformação às empresas emitentes, a recomendação constante do Projecto de Código, nesta matéria, não procede a uma enumeração exaustiva de todos os elementos que devem integrar os sistemas de controlo e gestão de riscos.

Porém, da análise dos elementos que compõem a Secção VI.2. do Projecto de Regulamento, resulta que a nova norma de cariz regulamentar obriga, tal como a actual recomendação, a uma descrição detalhada relativamente ao sistema de controlo interno e gestão de riscos.

A questão tem particular importância na medida em que a informação exigida pode representar a revelação de matérias protegidas por sigilo comercial, estratégico e industrial, pelo que se afigura inaceitável exigir a revelação destes conteúdos.

Por outro lado, é notoriamente irrelevante a indicação do número de pessoas afectas à unidade de auditoria e controlo interno, sendo, igualmente, excessivo exigir a revelação das competências hierárquicas e funcionais. Alternativamente, a articulação desses serviços com as comissões do órgão de administração e com os órgãos de fiscalização, é uma informação de maior densidade e que tem vindo a ser descrita pelas empresas emitentes.

Assim, para evitar um excesso de informação, sensível, e de conteúdo rígido e sem benefício proporcional, sugere-se a revisão da Secção VI.2. de modo a facultar às empresas emitentes o necessário espaço de liberdade de conformação dos seus sistemas de controlo e gestão de riscos à sua realidade, devendo ser divulgados apenas os aspectos substantivamente relevantes necessários ao escrutínio por parte dos accionistas e do mercado em geral.

- Não se vislumbra a relevância, pra o mercado, da divulgação do número total de pedidos de informação e, dentro destes, dos provenientes de não residentes, bem como o tempo médio de resposta; trata-se de informação interna da sociedade, que não deve constar do relatório por ser exorbitante.
- A Secção VII.2. exige a divulgação de informações relativas às transacções com partes relacionadas, em particular no que respeita aos elementos do negócio propriamente dito.

Ora, não parecem existir razões que justifiquem incluir a informação referida na Secção VII.2. no relatório de governo societário, tendo em conta o facto de esta matéria já ser divulgada em cumprimento do IAS 24 e, bem assim, o escopo das recomendações V.1. e V.2. do Projecto de Código, que visa acautelar a legitimação dos negócios celebrados entre a sociedade e os titulares de participações qualificadas, de modo a que estes tenham lugar nas melhores condições de mercado e no interesse da empresa emitente.

Acresce que o valor das transacções com empresas participadas, além de irrelevante, constitui uma tarefa que não faz sentido em grupos de maior dimensão e que apresentam as contas de forma consolidada.

f) Habilitação legal ou regulamentar das exigências de informação

Os problemas resultantes das exigências de informação constantes do Modelo de Relatório não se confinam à respectiva complexidade, arbitrariedade e exorbitância.

O Modelo de Relatório, mercê da sua inclusão na esfera regulamentar, suscita, igualmente, fundadas dúvidas quanto à habilitação legal, ou regulamentar, que justifica as exigências de informação apresentadas.

De facto, a CMVM não apresenta habilitação legal ou regulamentar para as exigências de informação constantes das seguintes secções do Modelo (e que são a maioria):

- I.2.1., I.2.1.2., I.2.1.3., II.1., II.1.1., II.1.2., II.2., II.3., III.1., III.1.1., III.1.2., III.1.5., III.1.6., III.1.7., III.1.8., III.1.9., III.1.10., III.2.1., III.2.2., III.2.3., III.2.4., III.2.5., III.2.6., III.2.7., III.3., IV.1., IV.2., IV.3., V.1., V.2., V.3., V.4.1., V.4.2., V.4.3., V.5.1., V.5.2., V.5.3., V.6. (campo 1), V.7., V.8., VI.1., VI.3., VI.4., VI.5., VII.1., VII.2., e IX.

Por outro lado, algumas das normas habilitantes identificadas pela CMVM suscitam as maiores dúvidas quanto à exactidão da respectiva aplicação ao caso concreto, situação de que constituem exemplo as secções:

- I.2.2., I.2.3., III.1.4., V.9.

A AEM poderia admitir que algumas das secções em causa pretendessem dar resposta às obrigações de informação decorrentes do próprio Projecto de Código; mas uma tal interpretação não poderia estar correcta uma vez que, na estrutura proposta pela CMVM, a informação sobre o acolhimento das recomendações do código de governo das sociedades ao qual o emitente se encontre sujeito por força de disposição legal ou regulamentar deve constar, na totalidade da tabela de análise de cumprimento prevista na secção VIII.2. do Modelo (trata-se, na verdade, de um outro Relatório, praticamente escondido na excessiva extensão e exorbitância do Modelo de Relatório).

E, do mesmo modo, a AEM pode admitir, igualmente, que algumas das secções do Modelo de Relatório acima referidas possam ter verdadeira justificação legal ou regulamentar, designadamente, por aplicação das várias alíneas do número 1 do artigo 245.º-A do Código dos Valores Mobiliários.

Porém, não é ao intérprete que cabe tentar identificar qual a habilitação e legitimidade da regulamentação, e das exigências de informação, aqui em causa.

É ao regulador, no caso também o autor da regulamentação, que cabe cumprir o imperativo legal da justificação, sendo que, no caso presente, a inexistência das referências às normas habilitantes, tem o efeito particularmente grave de dificultar de forma significativa a fonte legal ou regulamentar de cada uma das exigências de informação em causa.

Situação agravada pelo facto de o Modelo de Relatório não ser um documento claro e carecer ainda de uma revisão sistemática, dos títulos dos diferentes capítulos e sub-alíneas, os quais mantêm resquícios de matérias que, entretanto, deixaram de ser tratadas ou mudaram de localização, sendo que, em muitos casos, os respectivos títulos não se apresentam como auto-suficientes, pelo que faria igualmente sentido proceder a uma revisão geral que tivesse em consideração este aspecto.

Mas, regressemos, e procuremos centrar-nos nela, à questão da habilitação legal das exigências de informação produzidas.

Os Regulamentos são actos normativos, ou seja, normas jurídicas, gerais e abstractas, dimanadas de órgãos administrativos no desempenho da função administrativa.

Nos termos da Constituição da República Portuguesa (artigo 112.º, n.º 8), os regulamentos *“devem indicar expressamente as leis que visam regulamentar ou que definem a competência subjectiva e objectiva para a sua emissão”*.

Esta norma deixa claro que não pode haver uma área normativa preenchida apenas por via regulamentar, sem qualquer lei prévia que o habilite e estabelece o dever de citação da lei habilitante por parte de todos os regulamentos.

Esta dupla exigência torna ilegítimos os regulamentos carecidos de habilitação legal, mas também os regulamentos que, embora com provável fundamento legal, não individualizem expressamente este fundamento.

Logo, não sendo feita menção habilitante suficiente, ou suficientemente específica, inexistente um elemento formal constitucionalmente necessário, pelo que os regulamentos emitidos em violação do preceito constitucional padecem de inconstitucionalidade formal.

E isto é assim, mesmo quando seja possível identificar autonomamente a lei habilitante, pois a função da exigência de identificação expressa consiste não apenas em disciplinar o uso do poder regulamentar (obrigando a Administração Pública a controlar, em cada caso, a habilitação legal de cada regulamento) mas também em garantir a segurança e a transparência jurídicas, próprias do Estado de direito democrático.

Ora, se é certo que a CMVM está genericamente habilitada a emitir regulamentos, é igualmente certo que, na produção dos mesmos, por razões de transparência e segurança jurídica, está obrigada a respeitar os princípios da legalidade, da necessidade, da clareza e da publicidade, designadamente, de forma a permitir às entidades supervisionadas o exercício completo dos respectivos direitos quanto perante situações de abuso ou de arbitrariedade.

Nestes termos, é entendimento da AEM que o modelo de relatório de governo societário, porque constante do Anexo I do Regulamento da CMVM sujeito a consulta pública (do qual “faz parte integrante” nos termos do artigo 1.º, n.º 3 da proposta de Regulamento da CMVM), padece de lacunas graves ao nível da justificação, explicitação e habilitação, legal e regulamentar, das exigências de informação nele contidas.

Ao exposto cumpre acrescentar que o desconhecimento das empresas emitentes quanto à justificação legal e regulamentar de cada uma das exigências de informação incluídas no Modelo de Relatório nos parece igualmente susceptível de pôr em causa a eficácia, eficiência e consistência do presente processo de consulta.

g) Conclusões quanto ao Modelo de Relatório

A análise produzida, quanto ao Modelo de Relatório proposto, permitiu demonstrar as razões pelas quais as empresas emitentes entendem que o referido modelo, a ser concretizado, terá como efeito principal um aumento substancial da carga burocrática e dos custos a cargo das sociedades cotadas, por essa via, prejudicando o bom (e urgente) desenvolvimento do mercado de capitais nacional e, em especial, a sua capacidade de atracção de novas empresas emitentes.

Por essas razões, o ponto em apreço constitui um dos principais pontos de divergência da AEM relativamente à proposta de revisão apresentada pela CMVM, e assume particular gravidade já que o mesmo tem o condão de impedir que a revisão do regime regulamentar e recomendatório do governo das sociedades em Portugal possa alcançar os objectivos de simplificação, flexibilização e aumento da transparência anunciados como princípios basilares da reforma em causa.

De facto, a pretendida simplificação do Código de Governo e do Regulamento sobre o Governo das Sociedades não encontram reflexo no Modelo de Relatório, para o qual

transitam as dúvidas, imperfeições, preocupações e a carga burocrática previamente existentes e que não diminuem com a proposta de revisão.

Nestes termos, a AEM considera necessária uma ampla e detalhada discussão, a realizar entre a autoridade de supervisão e as empresas emitentes, quanto ao conteúdo e forma do Modelo de Relatório, o qual, em nossa opinião, deverá respeitar, pelo menos, os seguintes princípios essenciais:

- **Liberdade do formato:** o formato de apresentação do relatório deve ser livre e susceptível de ser moldado pela cultura de comunicação da empresa emitente, e pelas especificidades da sua actividade, negócio e mercado de actuação, e compatibilizado com o relatório de gestão, de modo a constituir um instrumento eficiente de informação e de utilidade na ligação da empresa emitente ao mercado
- **Equilíbrio do conteúdo:** o relatório de governo não deve impor a divulgação de informação excessiva, *e.g.*, informação já divulgada ao mercado em tempo próprio (em especial, aquela que esteja e se mantenha disponível na plataforma da CMVM e no *website* da sociedade cotada), bem como, informação que possa já estar ultrapassada por referência ao momento da respectiva divulgação (na medida em que o relatório se reporta à data de um exercício findo há algum tempo), podendo até, por essa via e inadvertidamente, gerar engano, ou ainda informação sem qualquer interesse para os investidores, accionistas e analistas, ou informação redundante (que, ao abrigo das respectivas normas legais e contabilísticas, já conste das contas ou de outros anexos do relatório de gestão de que faz parte).
- **Respeito pela confidencialidade da informação:** o relatório de governo não deve impor a divulgação de informação sensível (designadamente, aquela cuja divulgação colide, ainda que potencialmente, com o dever fiduciário de reserva nos termos em que o mesmo resulta de uma interpretação prudente das normas legais), devendo procurar-se um justo equilíbrio e a concordância prática adequada entre este dever e o dever de transparência (cumprindo recordar que, no formato anterior, a reserva da informação sensível se encontrava assegurada por ser apenas transmitida à CMVM).

E. Sobre o aspecto formal do prazo da Consulta Pública

A AEM considera dever reiterar aqui uma preocupação das empresas cotadas, de que já fez eco em anteriores processos de consulta pública, por considerar que a presente consulta pública não cumpre os Procedimentos da CMVM sobre Consultas Públicas, em cujos termos “o prazo de resposta às consultas públicas é, em regra, de 30 dias úteis, podendo ser reduzido ou aumentado em função da urgência ou complexidade do assunto versado no acto ou documentos objecto de consulta pública.”

No caso em apreço, e pese embora a consulta pública ter sido precedida por uma consulta preliminar, o assunto em causa caracteriza-se por elevada complexidade jurídica e tem consequências profundas no funcionamento do mercado, pelo que, não tendo sido elencadas, nem sendo conhecidas, razões que justifiquem a urgência da consulta, não se compreende que o referido processo tenha sido lançado com um prazo que é significativamente inferior a trinta dias úteis.

O prazo apontado afigura-se, pois, exíguo, não só devido à extensão e complexidade da base documental da consulta como à circunstância de ser posta à discussão numa época de fecho dos documentos de prestação de contas e sua divulgação pelos órgãos de administração e fiscalização das empresas, de convocação de assembleias gerais e publicação de todos os documentos a ela inerentes, e actividade similar, circunstância que, obviamente, absorve as preocupações dos órgãos das empresas e respectivas equipas de suporte aos temas de governo societário.

Nestes termos, aqui trazemos de novo o tema, no sentido de procurar sensibilizar a CMVM para o interesse, e justiça, da não colocação de documentos em consulta, sem a inclusão de um prazo especialmente alargado, quando na consulta se incluam o mês de Agosto ou de Dezembro, ou no período de preparação de apresentação de contas, bem como, para a necessidade de um prazo especialmente alargado quando, como é o caso, estejam em causa documentos complexos e estruturantes.

De outra forma, corre-se o risco de prejudicar a discussão efectiva dos documentos sujeito a consulta, efeito que não será, certamente, o pretendido pela autoridade de supervisão.

F. Conclusões Finais

É convicção profunda da AEM que o mercado de capitais nacional e as empresas emitentes precisam de uma reforma verdadeira do regime legal, regulatório e recomendatório, vigente, em matéria de governo das sociedades.

A AEM considera que o conjunto de regras e recomendações que enformam o enquadramento vigente em matéria de governo societário, se caracteriza por um pronunciado sobrepeso regulatório, resultado de uma multiplicação excessiva do número de regras/recomendações, realizada fora do indispensável quadro de análise custo/benefício das mesmas e/ou de procura de um essencial equilíbrio entre regulação e competitividade do mercado, o todo com resultados prejudiciais para a actividade das sociedades emitentes e para o bom desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

Ora, a experiência internacional disponível demonstra que é possível consagrar práticas de governo societário que, globalmente, assegurem um nível de protecção dos interesses dos accionistas e de transparência do governo societário suficiente e adequado, sem cedência a excessos de natureza burocrática.

Nestes termos, a AEM defende que a indispensável revisão do enquadramento normativo desta matéria deve realizar-se em obediência a objectivos de:

- simplificação e clarificação do regime regulamentar e recomendatório existente;
- simplificação e clarificação dos procedimentos de supervisão;
- maior autonomia e flexibilidade para as sociedades cotadas na escolha das boas práticas de governo societário, à semelhança do que se passa na generalidade dos ordenamentos jurídicos congéneres;
- diminuição da carga burocrática associada ao regime em vigor, em particular no que respeita às obrigações de reporte de informação a cargo das empresas emitentes.

A AEM entende que a proposta de revisão, em análise na presente Resposta, pode ainda constituir uma oportunidade para a criação de um sistema de governo societário mais adaptado à realidade das empresas emitentes e do mercado de capitais nacional e mais harmonizado com as melhores práticas e tendências internacionais, aliás, em linha com

a recente consideração, pela CMVM, no seu mais recente Relatório Anual sobre o Governo Societário, de um conjunto de recomendações tidas como essenciais.

Contudo, e para além dos pontos de divergência assinalados quanto a um conjunto de recomendações específicas do Projecto de Código, o comentário genericamente positivo que pode ser apresentado, tanto em relação a este documento como no que concerne ao Projecto de Regulamento, mostra-se gravemente prejudicado pelo conteúdo do Modelo de Relatório, na medida em que, na prática, as melhorias assinaladas naqueles dois Projectos têm como contrapartida um aumento exacerbado, exorbitante e desproporcionado, das exigências de informação a incluir nos relatórios de governo societário e uma transferência dessas exigências de informação da esfera recomendatória para a esfera regulamentar, agravando, muito, o ónus informativo a cargo das empresas emitentes.

Termos em que, a concretizar-se de acordo com o disposto na proposta, a revisão do regime vigente, ao invés de representar uma verdadeira simplificação do enquadramento da actuação das empresas emitentes, terá o efeito inverso:

- provocará o aumento da carga burocrática e o aumento dos custos de cumprimento da legislação, suportados pelas sociedades cotadas, não apenas no curto prazo, mas de forma continuada, na medida em que a eventual redução do número de recomendações e a revisão do seu conteúdo, em conformidade com as anteriores sugestões da AEM, resulta inevitavelmente prejudicada pela introdução de um novo Modelo de Relatório de Governo que contém novas exigências de informação claramente excessivas;
- provocará o aumento do carácter (já de si demasiado) prescritivo do regime em vigor, não permitindo suficiente autonomia às sociedades cotadas na definição de boas práticas governativas, as quais resultam ilegítimamente condicionadas por um instrumento regulamentar não directamente habilitado para o efeito, no caso, o Modelo de Relatório de Governo;
- não conferirá maior flexibilidade às sociedades cotadas na definição das suas melhores práticas governativas, as quais resultam ilegítimamente condicionadas pelo novo Modelo de Relatório de Governo;
- não contribuirá para a promoção da transparência, pois irá traduzir-se, inevitavelmente, na necessidade de elaboração e produção de relatórios de governo mais longos, complexos e densos, em oposição às melhores práticas internacionais em matéria de reporte sobre governo societário;

- não contribuirá para a maior protecção dos accionistas, e, pelo contrário, desvia a atenção, os recursos e as disponibilidades das empresas, para a elaboração e produção de relatórios de governo de duvidosa utilidade para os investidores, e, portanto, em prejuízo da empresa e dos seus accionistas;

Os resultados acabados de descrever afiguram-se altamente indesejáveis, na medida em que prejudicam o bom (e urgente) desenvolvimento do mercado de capitais nacional e, em especial, a sua capacidade de atracção de novas empresas emittentes.

É igualmente convicção da AEM que o governo das sociedades em Portugal deve evoluir de um modelo público para um modelo privado, à semelhança do que se passa nos restantes mercados de referência, e que permita consagrar a muito aguardada e salutar separação entre governação e *compliance*, em todas as dimensões (da elaboração à monitorização) do tema.

A este propósito, cumpre recordar que as competências que a CMVM tem vindo a assumir nos últimos anos em matéria de Governo das Sociedades designadamente, quanto a aprovação de Recomendações, exigência de informação padronizada sobre Governo societário às empresas emittentes, fiscalização pormenorizada do cumprimento dessas exigências, divulgação anual dos graus de acolhimento, etc., constitui um caso singular e sem paralelo entre os reguladores congéneres.

É certo que, em parte, o excessivo protagonismo da autoridade de supervisão foi o resultado de alguma inércia da sociedade civil e da iniciativa privada, na medida em que, antes da constituição da AEM, não existia uma instituição com aptidão para promover a reflexão e dar voz, de forma organizada, às preocupações das empresas emittentes quanto aos aspectos mais críticos do regime vigente na matéria em apreço,.

Mas essa situação e lacuna estão, hoje, ultrapassadas.

A AEM iniciou o caminho da evolução de um modelo público para um modelo privado de governo societário através da iniciativa de produção do “Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações, Índice e Rating de Governo Societário”, desafio que lançou à Católica Lisbon School of Business & Economics em 2011.

E desempenhou, depois, um papel fundamental, no esforço de preparação e apresentação de um código de governo alternativo, proveniente da sociedade civil e que, entretanto, já se encontra disponível.

Ora, o dualismo de códigos de governo societário potencialmente aplicáveis às mesmas empresas emittentes não parece representar uma solução satisfatória, em particular face à dimensão do nosso mercado de capitais e ao universo de sociedades cotadas em causa.

Pelo que a presente revisão deve constituir uma etapa no sentido da transição para um modelo inteiramente privado de iniciativa, autoria e monitorização de códigos de governo societário e não, para mais através de instrumentos de natureza burocrática e de menor dignidade normativa, um momento de ancilosoamento do regime em redor da autoridade de supervisão que, por via do Modelo de Relatório apresentado, desincentiva, de facto, a adopção de outros códigos de governo.

Desde a sua constituição, e, em especial, desde Setembro de 2012, quando apresentou, à CMVM, um documento detalhado contendo um conjunto vasto de sugestões de alteração ao actual edifício regulatório e recomendatório em matéria de governo das sociedades, a AEM tem procurado contribuir, de forma activa mas dialogante, e com uma atitude crítica mas leal, para o aperfeiçoamento do regime normativo vigente em matéria de governo societário.

A AEM pretende continuar a colaborar com a CMVM, bem como com quaisquer outras entidades com actuação relevante nesta matéria, tendo em vista a simplificação, a flexibilização e a acrescida transparência do ordenamento jurídico que enforma o mercado de capitais nacional.

Por essa razão, a presente Resposta, extensa, rigorosa e detalhada, tem como finalidade principal ajudar à, e contribuir para a, apreciação dos aspectos da proposta de revisão cuja reponderação, em nosso entender, se mostraria particularmente aconselhável para o respectivo aperfeiçoamento.

A AEM acredita que, através da presente consulta, o regime regulatório e recomendatório nacional em matéria de governo das sociedades poderá evoluir no sentido da melhoria do ambiente normativo em que se exerce a actividade no mercado de capitais, dessa forma, passando a constituir um instrumento útil de atracção de mais investimento e novas empresas cotadas e não, como o tem sido no passado recente, um factor de retrocesso para o bom desenvolvimento do mercado de capitais.

A ser assim, terá sido possível dotar o mercado de capitais nacional de um quadro normativo adequado e que se afirme como factor de desenvolvimento e de crescimento.

A não ser assim, tratar-se-á de uma oportunidade lamentavelmente perdida.

Termos em que, a terminar, e esperando que a presente Resposta possa ainda contribuir, de forma efectiva, para o aperfeiçoamento dos documentos *sub judice*, a AEM reitera a sua abordagem construtiva neste domínio e a total disponibilidade para continuar a discussão das preocupações e questões aqui elencadas, com a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, no sentido do aperfeiçoamento e adequação do sistema de governo societário aplicável às empresas emittentes portuguesas.

Por último, a AEM confirma que autoriza a publicação da presente Resposta e que, nesta data, procede ela própria à respectiva divulgação pública.

Com os nossos melhores cumprimentos,

Pela AEM

Luis Palha da Silva
Presidente da Direcção

Abel Sequeira Ferreira
Director Executivo