



CMVM

RELATÓRIO FINAL DA CONSULTA PÚBLICA Nº 2/2013

**Projeto de Regulamento da CMVM - Governo das Sociedades Cotadas
(Revoga o Regulamento da CMVM N.º 1/2010)**

e

**Projeto de Alteração ao Código do Governo das Sociedades
(Recomendações)**

Índice

| | |
|--|---|
| I - A CONSULTA | 2 |
| II – O PROCESSO DA CONSULTA | 4 |
| III – RELATÓRIO DA CONSULTA | 5 |
| 1. Apreciação global das respostas à consulta pública | |
| 2. Projeto de regulamento | |
| 3. Código de governo das sociedades da CMVM (Recomendações) | |
| 4. Documentos Finais: | |
| A/ Regulamento da CMVM nº XX/2013 sobre o Governo das Sociedades | |
| B/ Modelo de Relatório sobre o Governo das Sociedades | |
| C/ Código de Governo das Sociedades da CMVM (2013) | |

I - A CONSULTA

No presente relatório procede-se à análise das respostas recebidas no âmbito do processo de Consulta Pública da CMVM n.º 2/2013, sobre uma proposta de alteração do Regulamento da CMVM nº 1/2010 relativo ao Governo das Sociedades Cotadas e do Código de Governo das Sociedades da CMVM (Recomendações).

Em síntese, as propostas submetidas a consulta incidiram sobre os seguintes aspetos regulamentares e recomendatórios do governo das sociedades:

1. Proposta de novo Regulamento:

Em relação ao Regulamento da CMVM sobre o Governo das Sociedades nº 1/2010, atualmente em vigor, foram as seguintes as principais alterações incluídas na proposta de Regulamento submetida a consulta pública:

i) A alteração das condições em que as sociedades podem adotar um código de governo societário distinto daquele divulgado pela CMVM (art. 2.º, n.º 1): esta possibilidade deixa de estar sujeita aos requisitos atualmente em vigor, a saber, a condição de que tais códigos abrangam, pelo menos, as matérias constantes do código de governo das sociedades divulgado pela CMVM e de obedecer a princípios e consagrar práticas de governo societário que, globalmente, assegurem um nível de proteção dos interesses dos acionistas e de transparência do governo societário não inferiores aos assegurados por este código, passando a estar na livre disponibilidade das sociedades a escolha do código a que se pretendam submeter.

ii) A eliminação de exigências informativas entretanto tornadas redundantes em face de legislação de carácter imperativo com o mesmo conteúdo publicada após a entrada em vigor do Regulamento nº 1/2010, constantes dos arts. 3º e 4º relativas a deveres informativos sobre a estrutura e os montantes remuneratórios dos membros dos órgãos sociais (*“Divulgação da remuneração e Planos de atribuição de acções e/ou opções de aquisição de acções”*), e respetiva transferência para o Modelo de Relatório sobre o Governo das Sociedades.

iii) A alteração do modelo e estrutura de Relatório sobre o Governo das Sociedades cuja exigência se mantém, que passa a estar dividido em duas partes:

- Parte I, onde os emitentes prestam informação sobre as práticas de governo das sociedades adotadas pela sociedade, de carácter transversal a todas as sociedades, independentemente do Código adotado, com informação considerada útil para os acionistas e para o mercado em geral;

- Parte II, onde os emitentes se pronunciam sobre o grau de cumprimento do Código a que a sociedade tenha decidido sujeitar-se;

Por outro lado, foi proposto que toda a informação no Relatório sobre o Governo das Sociedades fosse incluída em campos informativos padronizados, com uma inserção e sequenciação *standard* da informação, com vista a uma maior uniformidade na prestação de informação, a facilitar a consulta de aspetos específicos e a garantir a comparabilidade entre os modelos de governação adotados pelas sociedades por parte de qualquer interessado.

iv) A alteração do conteúdo informativo do referido Relatório, que se pretendia ser o resultado de uma consolidação dos dois atuais anexos ao Regulamento da CMVM n.º 1/2010 e que, por essa via, passam a constar de um único documento de apresentação obrigatória – o referido ‘Relatório de Governo Societário’. A ‘Informação Estatística sobre o Governo da

Sociedade', a que corresponde o atual anexo II daquele regulamento e que, nos termos do seu art. 2.º n.º 3, tinha de ser comunicado à CMVM pelas sociedades, deixaria assim de ter de ser apresentado, passando o mercado a receber exatamente a mesma informação que a CMVM.

v) Quanto à entrada em vigor do novo Regulamento, propôs-se que, mantendo-se o atual regulamento da CMVM n.º 1/2010 em vigor até 31 de dezembro de 2013, apenas no exercício de 2014 – quando as sociedades submetam à consideração dos seus acionistas 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') a que se refere o n.º 1 do art. 245.º-A do Código dos Valores Mobiliários – seja o referido relatório elaborado de forma a incluir os elementos e obedecer ao modelo constante do Anexo do projeto de regulamento, dessa forma conferindo às sociedades um período adequado para conformação com o novo modelo e com a forma de cumprimento das exigências informativas (que, em grande parte, serão idênticas ou equiparáveis às atualmente exigíveis). No entanto, foram expressamente questionados os respondentes sobre a suficiente clareza do art. 4.º do Projeto de Regulamento no sentido acima descrito ou sobre a eventual necessidade de clarificação, na própria norma, de que o Relatório de Governo das Sociedades a que diz respeito o art. 1.º deverá ser feito, em 2014 com referência ao exercício de 2013, já de acordo com o novo Regulamento e Modelo de Relatório.

2. Proposta de novas Recomendações:

Em matéria de recomendações, procurou-se clarificar a redação daquelas recomendações que mais dúvidas interpretativas suscitaram, aproveitando-se ainda para eliminar algumas sobreposições entre recomendações e normas de natureza imperativa.

Em geral, e em atenção à importância crescente da informação nos mercados financeiros, optou-se por remeter para a esfera regulamentar as principais matérias de natureza informativa cuja prestação é essencial, ao mesmo tempo que, quer na esfera recomendatória, quer no plano regulamentar, se eliminam requisitos informativos tidos por não essenciais, de modo a garantir que a informação exigida se contém dentro dos limites necessários para assegurar aos investidores um adequado conhecimento de cada sociedade.

Nesse sentido, prescindiu-se da prestação de qualquer informação que, de acordo com este critério, não se revelasse essencial, de modo a reduzir o ónus informativo a cargo das sociedades.

Em adição, a experiência recolhida da análise do cumprimento do Código de Governo das Sociedades da CMVM (2010) permitiu identificar recomendações que careciam de algum aperfeiçoamento, inclusive no sentido de conferir às sociedades maior flexibilidade na implementação das boas práticas recomendadas.

Procurou acolher-se, por outro lado, uma sugestão reiteradamente transmitida pelo mercado de desdobramento de algumas recomendações mais extensas e de conteúdo múltiplo em recomendações individuais, a fim de evitar que uma recomendação cujo conteúdo é predominantemente cumprido não seja, no seu todo, considerada como tal em virtude de incumprimento de alguma ou algumas das alíneas em que se decompõe. Evita-se, contudo, esse desdobramento nos casos em que a boa prática para que aponta determinada recomendação apenas se encontre garantida no seu integral conteúdo axiológico com o preenchimento das múltiplas vertentes identificadas.

Na mesma linha passou ainda a admitir-se a existência de situações de cumprimento parcial das recomendações, caso em que deve igualmente ser apresentada justificação suficiente para a qualificação da recomendação em causa como parcialmente cumprida.

Em matéria de declaração sobre o cumprimento das Recomendações foi ainda conferido uma especial ênfase ao princípio *comply or explain*, cuja aplicação consistente tem vindo a ser uma preocupação crescente da CMVM. Considerando que, da perspetiva dos investidores, uma adequada justificação para o incumprimento é tão relevante quanto o cumprimento de determinada recomendação, pretende proporcionar-se às sociedades não só um amplo espaço para identificação dos motivos da não adoção (ou adoção parcial) de uma recomendação, como ainda a necessidade de a mesma identificar, ainda no âmbito do *'explain'*, os mecanismos alternativos por si implementados para efeitos de prossecução do objetivo da recomendação não cumprida (ou não integralmente cumprida).

II – O PROCESSO DE CONSULTA

3. Avaliação de impacto

A CMVM avaliou o impacto desta iniciativa nos termos anexos ao Documento de Consulta, para o qual se remete (v. “Relatório de Análise de Impacto do Regime Regulamentar e Recomendatório do Governo das Sociedades Cotadas”).

4. Questões em consulta

Foram incluídas na Consulta algumas questões específicas relacionadas com a suficiente clareza do art. 4.º do Projeto de Regulamento, bem como sobre as Recomendações I.6.2 e II.1.5.1. do Código de Governo das Sociedades atualmente em vigor.

5. Processo de consulta

A CMVM promoveu uma consulta preliminar que teve por objeto o projeto de Regulamento, respetivo anexo e o projeto de novo Código de Governo das Sociedades, tendo para o efeito ouvido o Banco de Portugal, o Instituto de Seguros de Portugal, a AEM – Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado, o Instituto Português de Corporate Governance, a Euronext Lisbon - Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados e a DECO - Associação Portuguesa para a Defesa do Consumidor.

A CMVM convidou subsequentemente todos participantes no mercado e o público em geral a pronunciarem-se sobre o projeto de Regulamento e demais documentos de Revisão do Código do Governo das Sociedades, no âmbito da Consulta Pública que decorreu entre os dias 5 e 28 de março de 2013.

No âmbito das duas referidas consultas foram recebidas 11 respostas, sendo que as seguintes entidades, identificadas por ordem alfabética, não se opuseram à divulgação das suas respostas:

AEM – Associação de empresas emitentes de valores cotados em mercado

Banco de Portugal

DECO - Associação Portuguesa para a Defesa do Consumidor

Instituto de Seguros de Portugal

IPCG – Instituto Português de “Corporate Governance”

Jerónimo Martins S.G.P.S., S.A.

Sonae - S.G.P.S., S.A.

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

Sonaecom - S.G.P.S., S.A.

Sonae Indústria, S.G.P.S., S.A.

Cumpra agradecer publicamente os contributos recebidos, os quais são integralmente divulgados no sítio da CMVM na internet, com exceção daqueles em que foi solicitada a não divulgação.

Ao longo do processo de análise e incorporação das sugestões recebidas a CMVM manteve ainda contactos com algumas entidades, designadamente com a AEM e o IPCG, no sentido de com elas clarificar e discutir algumas das sugestões recebidas.

III – RELATÓRIO DE CONSULTA PÚBLICA

1. APRECIÇÃO GLOBAL DAS RESPOSTAS À CONSULTA PÚBLICA Nº 2/2013

O primeiro aspeto a assinalar diz respeito ao número significativamente mais reduzido de respostas a esta Consulta Pública sobre o Governo das Sociedades, quando comparada com anteriores.

Contrariamente ao que tem sucedido em anteriores Consultas Públicas sobre o Governo das Sociedades, as respostas recebidas focaram-se sobretudo nas propostas de alteração ao Regulamento, objeto das críticas e sugestões mais abundante e relevantes, enquanto as alterações às Recomendações (Código de Governo das Sociedades) mereceram da parte dos respondentes uma aparente adesão global, com poucas respostas e sugestões a incidirem sobre esta parte da proposta.

Justifica-se esta circunstância, desde logo, por um fator circunstancial: os emitentes, de forma muito diferente do que sucedia até 2009, encontram-se hoje organizados em torno de Associações privadas – nomeadamente, a AEM e o IPCG – que os representam e que polarizaram as respetivas reações à consulta pública em análise. Assim, as respostas recebidas destas entidades correspondem a uma espécie de voz comum dos emitentes a elas associados, que na sua predominante maioria se abstiveram de responder individualmente.

Por outro lado, um menor número de reações à consulta pública pode explicar-se ainda pelo facto de, em relação às Recomendações, as propostas de alteração irem quase sempre ao encontro das pretensões e desconfortos que foram sendo manifestados pelos emitentes desde a entrada em vigor do Código, ou seja, no sentido da clarificação de algumas recomendações, autonomização de recomendações anteriormente desdobradas em sub-recomendações, que comprometiam o cumprimento, eliminação de redundâncias e de recomendações entretanto tornadas vinculativas por efeito de legislação posteriormente publicada e, em geral, eliminação de recomendações consideradas excessivas ou demasiado detalhadas.

O carácter pouco assertivo da reação dos respondentes sobre as alterações propostas às Recomendações aponta, assim, para uma concordância genérica com essas propostas, também explicável pelo grau de maturidade entretanto atingido pelos emitentes nesta

matéria, a contribuir para uma aceitação e compreensão generalizadas da importância da implementação de boas práticas de governo das sociedades.

Em contraste, as propostas de alteração ao Regulamento, sobretudo no que respeita ao novo Modelo de Relatório, no seu formato como na sua substância, foram objeto de críticas e sugestões numerosas, que determinaram uma reanálise específica de cada elemento da proposta e a reponderação global da mesma e a conceção de um Modelo de Relatório, que agora se apresenta, significativamente diferente, por mais simples, menos exigente e mais flexível, incorporando assim a reação do mercado à proposta inicialmente apresentada pela CMVM.

2. PROJETO DE REGULAMENTO

No que respeita à proposta de novo Regulamento, as principais críticas e sugestões recebidas incidiram sobre os seguintes pontos:

- i) Formato do Modelo de Relatório de Governo das Sociedades
- ii) Conteúdo do Modelo de Relatório de Governo das Sociedades
- iii) Condições (justificação) de adoção de um Código de Governo das Sociedades
- iv) Avaliação do grau de acolhimento das Recomendações e supervisão do cumprimento da informação regulamentar
- v) Entrada em vigor

i) Formato do Modelo de Relatório de Governo das Sociedades

No que respeita ao novo formato proposto para o Relatório de Governo das Sociedades, com a sua subdivisão em duas partes – uma com informação global e transversal a todas as sociedades, independentemente do Código adotado, sobre as práticas de governo adotadas pela sociedade, outra com a pronúncia da sociedade sobre o grau de cumprimento das recomendações do Código que haja adotado – e a prestação de informação obrigatória em campos informativos padronizados, com uma sequência igualmente padronizada, suscitou da parte dos respondentes uma reação de desconforto com a solução encontrada, referindo-se à proposta como sendo rígida, excessivamente onerosa para os emitentes e incorporando um risco significativo de *box ticking*.

Foi ainda criticada uma suposta aderência do modelo de relatório ao Código de Governo das Sociedades da CMVM, que na prática esvaziaria de significado a proposta de abertura a outros Códigos que o Regulamento vinha introduzir.

Em face destas críticas, a CMVM, não obstante manter a convicção das vantagens associadas ao modelo proposto, trabalhou, por um lado, num modelo diferente, mais flexível, eliminando os campos informativos padronizados e alguma rigidez com que a prestação de informação era exigida.

Substituiu-se assim, neste projeto final, um modelo de relatório com as características assinaladas por um modelo diferente, sem campos informativos padronizados e com um grau muito mais elevado de liberdade no modo de prestação da informação exigida, que acaba por se refletir no seu conteúdo, na medida em que se eliminam exigências informativas quantitativas e detalhes informativos obrigatórios na versão inicialmente proposta e que, na

versão aberta do modelo final de Relatório, fica na disponibilidade do emitente prestar ou não prestar, e prestar conforme melhor lhe aprouver.

Por outro lado, e porque é de facto intenção da CMVM implementar um regime de total abertura à adoção de outros códigos de governo das sociedades que não o da CMVM, clarificou-se junto dos emitentes e através de uma alteração formal ao modelo de relatório que a informação que deve ser prestada na primeira parte do Relatório, sob a designação “Informação Obrigatória”, nada tem que ver com o Código que seja adotado, tratando-se antes e tão-somente de informação que a CMVM entende corresponder à informação mínima sobre o governo da sociedade que qualquer emitente, independentemente do Código que escolha, deve ser obrigado a prestar, por corresponder ao mínimo de informação que os acionistas e o mercado em geral têm direito a receber. Note-se, aliás, que em grande medida se trata de informação exigível pelo próprio Código dos Valores Mobiliários, sendo a fonte do dever identificada sempre que possível.

ii) Conteúdo do Modelo de Relatório de Governo das Sociedades

No que respeita ao conteúdo do modelo de relatório, e mais especificamente à Parte I desse Relatório, que contém a substância da informação exigida, foram recebidas críticas ao volume e ao grau de detalhe da informação exigida, por um lado, e ao facto de alguma dessa informação não ter sustento em qualquer fonte legal.

Foi ainda criticado o facto de alguma da informação exigida se encontrar disponível em outros lugares, constituindo, portanto, uma duplicação de exigência normativa e um ónus regulatório adicional para os emitentes.

Não obstante a CMVM considerar que a informação exigida no projeto inicial seria útil para os potenciais e atuais investidores, entendeu-se, em face das críticas recebidas, reduzir a quantidade de informação exigida, limitando-a ao mínimo considerado indispensável, por forma a incorporar as preocupações que nos foram transmitidas no sentido de não criar duplicação de deveres de informação e não aumentar desproporcionalmente os custos de *compliance* dos emitentes.

O conteúdo do modelo final de Relatório de Governo das Sociedades que agora se publica corresponde assim a uma versão muito reduzida, em termos informativos, em relação à proposta inicial, não só porque foram eliminados diversos itens informativos – todos aqueles cuja prestação se considerou não ser imprescindível para o mercado – como ainda, por força da flexibilidade agora permitida no modo de reporte (decorrente da supressão dos campos informativos padronizados), foi deixado ao critério dos emitentes o grau de detalhe, quantificação e/ou especificação a conferir a cada item informativo.

iii) ‘Comply or explain’: a equivalência material entre o cumprimento e a justificação

A sujeição da aplicação do Código de Governo das Sociedades escolhido pelo emitente ao princípio ‘*comply or explain*’ constitui um dado adquirido no que respeita à filosofia das recomendações da CMVM, na linha proposta pelo Diretiva 2006/46/CE, que introduziu o princípio em causa pela primeira vez no direito europeu e que estabelece a aplicação dos códigos de governo das sociedades numa base de cumprimento ou explicação.

Considera-se contudo necessário não só deixar claro que a aplicação do Código de Governo das Sociedades mencionado no art. 2º do Regulamento é aplicado de acordo com esse

princípio como reforçar o pressuposto de equivalência entre o cumprimento e a explicação para o não cumprimento.

A racionalidade do princípio *'comply or explain'* reside no pressuposto de que a explicação para o não cumprimento deve permitir uma valoração dessas razões em termos que a tornem materialmente equivalente à demonstração de cumprimento da recomendação. Não é, assim, qualquer explicação que deve aceitar-se (como equivalente ao cumprimento) à luz deste princípio: apenas deverão ser positivamente consideradas as explicações que, em termos substanciais, justifiquem, no caso concreto, o afastamento da recomendação e evidenciem a conformidade da conduta alternativa adotada com boas práticas de governo das sociedades e/ou com o princípio geral subjacente à recomendação.

A qualificação da justificação como equivalente ao cumprimento da recomendação assenta nalguns pressupostos de princípio, cumulativos entre si, sem os quais deverá ser considerada improcedente. Assim, para a explicação poder ser considerada efetiva e, como tal, materialmente equivalente ao cumprimento, deve verificar-se designadamente o seguinte:

- deve assentar em aspetos específicos da sociedade ou da sua circunstância que justifiquem o afastamento da recomendação ou a sua inaplicabilidade ao caso concreto;
- deve evidenciar a conformidade da conduta alternativamente adotada com boas práticas de governo reconhecidas e/ou o princípio mais geral de governo das sociedades subjacente à recomendação;
- deve poder ser configurada como uma alternativa válida à luz dos princípios de governo das sociedades; e
- não deve comprometer a substância axiológica da recomendação não cumprida.

Para efeitos de salvaguarda da referida equivalência inclui-se no art. 1º do Regulamento um novo número, não incluído na versão submetida a consulta pública, onde expressamente se declara a conformação da aplicação do código de governo das sociedades escolhido com o princípio *'comply or explain'* e a equivalência entre o cumprimento e a explicação, na medida em que esta última permita valorar a alternativa escolhida pelos emitentes em termos material e axiologicamente idênticos ao cumprimento. Tal significa que, apenas nas referidas hipóteses e mediante o preenchimento dos pressupostos enumerados poderá uma recomendação não cumprida ser considerada como efetivamente justificada, mas em nenhuma hipótese se admitindo que uma adequada justificação pudesse conduzir, afinal, ao cumprimento da recomendação.

iv) Avaliação do grau de acolhimento das Recomendações e supervisão do cumprimento da informação regulamentar

O Modelo de Relatório sobre o Governo das Sociedades, na proposta inicial como no projeto final que agora se apresenta, contém duas Partes distintas:

- PARTE I - Informação obrigatória sobre estrutura acionista, organização e governo da sociedade
- PARTE II – Avaliação do governo societário

O Modelo de Relatório que agora se adota agrega em um documento único a informação sobre o governo das sociedades anteriormente distribuída por dois documentos distintos e de prestação autónoma, em momentos diferentes e com suportes de reporte específicos: o

“Anexo II” ao Regulamento 1/2010, no qual era prestação informação obrigatória sobre aspetos do governo das sociedades; e o Relatório sobre o Governo das Sociedades, onde o emitente se pronunciava sobre o cumprimento das recomendações que integram o Código de Governo das Sociedades.

A filosofia e o enquadramento normativo subjacente a estes dois documentos foi sempre consabidamente diferente: no primeiro caso (Anexo II) estava em causa avaliar o grau de adoção de recomendações, as quais têm implícito um juízo de valor sobre o a adoção ou não adoção de uma conduta. No segundo caso (Relatório sobre o Governo das Sociedades), tinha-se em vista garantir o cumprimento de obrigações legais e regulamentares de prestação de informação ao regulador.

No que respeita ao “Anexo II”, tratava-se de informação de fonte regulamentar, portanto de prestação obrigatória, cuja omissão constituía um ilícito suscetível de reações jurídicas em sede contraordenacional a desencadear pelo regulador no âmbito dos respetivos poderes e competências de supervisão.

Em relação ao Relatório sobre o Governo das Sociedades, a prática de supervisão era a de avaliar o grau de adoção efetivo das recomendações, sem que quaisquer consequências legais correspondessem à não adoção das mesmas e limitando-se a CMVM, enquanto autoridade competente para promover o *enforcement* dos princípios de governo das sociedades, a fazer a divulgação do cumprimento das recomendações por parte dos emitentes.

A agregação, num só documento, de ambos os tipos de informação anteriormente dispersos pelo Anexo II e pelo Relatório de Governo das Sociedades teve em garantir a prestação de forma igualmente agregada da informação sobre o acolhimento das recomendações e a informação – de prestação obrigatória – sobre certas práticas relacionadas com o governo das sociedades, a qual passa a estar, por esta via, igualmente disponível para o público, quando anteriormente era informação prestada apenas à CMVM.

Não obstante a importante evolução por último referida, que se reputa relevante no sentido de um apuramento significativo do grau de transparência dos emitentes e da mitigação de assimetrias informativas, mantém-se, no presente modelo e conceito, a abordagem do regulador em sede de avaliação e supervisão, com uma separação clara entre a supervisão do cumprimento das obrigações informativas decorrentes da Parte I do Modelo de Relatório e a avaliação e divulgação ao mercado

Assim, a Parte I do Modelo de Relatório, relativa a informação obrigatória sobre estrutura acionista, organização e governo da sociedade, continuará, não obstante a alteração do modelo de reporte, a ser objeto de análise *em sede de supervisão*, a qual terá por objetivo, exclusivamente, verificar se toda a informação ali exigida é efetivamente prestada e sem qualquer juízo valorativo associado ao conteúdo dessa informação.

No que à Parte II diz respeito, mantém-se a prática de *avaliação* do grau de cumprimento das Recomendações, nos moldes até agora adotados (avaliação pela CMVM) ou outros que venham a ser definidos, cujo objetivo exclusivo consiste na pronúncia do emitente sobre o adoção ou não adoção das Recomendações, e não na informação prestada ao mercado na Parte I deste relatório.

v) Condições (justificação) para a adoção de um Código de Governo das Sociedades

Na proposta de Regulamento submetida a consulta pública da CMVM figurava, no art. 2.º, n.º 2, uma indicação no sentido de que a escolha de um Código diferente do Código de Governo das Sociedades da CMVM deveria ser justificada.

Uma das respostas recebidas sublinhou o facto de, com esta regra, a CMVM estar a dar uma indicação implícita ao mercado de que o respetivo Código constituiria ainda, não obstante a abertura proclamada para a livre escolha de outros Códigos, o padrão, devendo ser justificado o *desvio* em relação a um padrão considerado preferível.

Não sendo essa a intenção da CMVM, admite-se contudo que essa poderia ser a interpretação a que conduziria um tal regime. Considera-se, em qualquer caso, que, qualquer que seja a escolha feita, ela deve ser precedida de alguma reflexão e deve ser claramente assumida pela sociedade, pelo que se requer agora, no art. 2º, nº 2 do Regulamento, que essa justificação seja dada *qualquer que seja o código adotado*, incluindo, como é evidente, o da CMVM.

vi) Entrada em vigor

Clarificou-se, em face das preocupações manifestadas, que a entrada em vigor do Regulamento deverá ocorrer em 1 de janeiro de 2014, mas clarificando-se desde já que o relatório sobre o governo das sociedades a elaborar pelos emitentes em 2014 sobre o exercício de 2013 dever ser feito em conformidade com o novo Modelo de Relatório de Governo das Sociedades anexo ao novo Regulamento, incluindo a pronúncia sobre o cumprimento das Recomendações. Para este efeito poderá então ser promovida uma análise que tenha em consideração as práticas adotadas pelas sociedades de acordo com o código de governo a que esta se tenha decidido sujeitar, ainda durante o exercício de 2013.

3. CÓDIGO DE GOVERNO DAS SOCIEDADES DA CMVM (RECOMENDAÇÕES)

Conforme já mencionado, as críticas e sugestões relacionadas com a proposta de revisão do Código de Governo das Sociedades da CMVM foram pouco numerosas e incidiram de um modo geral sobre aspetos parcelares de algumas recomendações, e não sobre as opções de política recomendatória que lhes subjazem.

Não obstante, os contributos recebidos nesta matéria foram analisados com rigor e determinaram algumas alterações relevantes ao projeto inicial, conforme a seguir se dá nota.

I. Votação e controlo da sociedade

No que respeita ao Capítulo I das Recomendações, estas sofreram três alterações dignas de menção e determinadas pelo teor de alguns contributos recebidos.

1. Assim, na Recomendação I.3 que acolhe o princípio *one share one vote*, é eliminada a parte da recomendação sobre a emissão de ações com diferentes categorias de direitos, por se

reconhecer que em diversas situações, este tipo de ações, designadamente as ações preferenciais sem voto, podem envolver vantagens significativas para a sociedade, que superem a desvantagem da existência de ações com direitos diferentes.

2. Na Recomendação I.4 foi eliminada a referência aos interesses de longo prazo dos acionistas como critério de justificação da adoção de medidas defensivas, não só porque se considerou existir aqui alguma redundância, como porque se entendeu deixar uma maior margem de apreciação da justificação para a adoção daquele tipo de medidas.

3. Por último a Recomendação I.5, sobre a necessidade de evitar cláusulas de *change of control*, como forma de defender a sociedade contra ofertas hostis, excluía expressamente as cláusulas de *change of control* incluídas em contratos de financiamento, “desde que não tivesse sido possível obter financiamento em condições normais de mercado sem essa imposição”. O propósito desta ressalva consistiu em passar a permitir às sociedades demonstrarem o cumprimento da recomendação mesmo nos casos em que a sociedade seja parte em contratos de financiamento que incluam aquele tipo de cláusulas, uma vez que, em praticamente todos os casos, é o financiador e não a sociedade que as impõe, não se considerando, nessas circunstâncias, que tenha sido adotada uma *medida defensiva* (embora na prática possa depois funcionar como tal).

Os comentários recebidos sobre esta parte da Recomendação, designadamente no que respeita à dificuldade de prova de que *não teria sido possível obter financiamento em outras condições*, foram contudo bastante assertivos, tendo sido recebidas respostas e propostas em sentidos diversos:

- Manutenção da recomendação com eliminação da referência proposta à exclusão das cláusulas de *change of control* incluídas em contratos de financiamento, “desde que não tivesse sido possível obter financiamento em condições normais de mercado sem essa imposição”;
- Inclusão de uma referência à exclusão das cláusulas dessa natureza incluídas em contratos de financiamento;
- Eliminação total da Recomendação I.5.

Em face destes contributos, e por se considerar que essa é a solução mais equilibrada, opta-se por eliminar a segunda parte da Recomendação I.5 tal como havia sido proposta, ficando assim o impacto das cláusulas de *change of control* incluídas em contratos de financiamento sujeito a uma apreciação individual e casuística, em função das circunstâncias, cabendo aos emitentes demonstrar, se for o caso e ao abrigo do princípio *comply or explain*, a respetiva irrelevância em sede de vontade da sociedade de estabelecer, através daquelas cláusulas, quaisquer medidas defensivas. Desta forma permite-se o mais e o menos, confere-se à recomendação a necessária flexibilidade e tem-se em consideração preocupações emergentes relacionadas com o impacto dos contratos de financiamento e o poder de influência dos financiadores no governo das sociedades.

II - Órgãos de administração, supervisão e fiscalização

II.1. Órgãos de supervisão e administração

1. No Capítulo II foi promovida uma alteração importante em relação à versão inicialmente colocada em Consulta Pública, refletida desde logo no próprio título do capítulo

em causa, e que consiste na 'importação' do conselho geral e de supervisão para o capítulo das recomendações que versava sobre órgãos de administração.

Tratou-se aqui de trazer para a luz uma reflexão da CMVM sobre a natureza deste órgão social, no contexto do modelo de governo germânico ou dualista, atentas as suas especiais competências, poderes e responsabilidades, que apontam para algo a meio caminho entre um órgão de fiscalização puro e um órgão de administração.

Nesse sentido, opta-se por uma qualificação híbrida, como *órgão de supervisão*, optando-se por tratar de alguns dos seus aspetos funcionais no Capítulo II, onde igualmente são estabelecidas recomendações sobre os órgãos de administração em qualquer um dos modelos de governo societário – conselho de administração (nos modelos clássico e anglo-saxónico) e conselho de administração executivo (no modelo germânico) -, sem prejuízo do tratamento dos aspetos específicos relacionados com as respetivas funções de fiscalização no local adequado.

2. Para além disso foram eliminadas algumas recomendações sobre competências específicas dos membros executivos e não executivos do órgão de administração que foram consideradas redundantes e dispensáveis, por se reconduzirem à própria essência e natureza das funções executiva e não executiva.

3. Foi eliminada da listagem de causas de perda de independência dos administradores o exercício de funções executivas em sociedades onde exercem igualmente funções de administração outros membros executivos do órgão de administração da sociedade, por se considerar que esta circunstância pode não determinar a perda de isenção de análise requerida e que só em concreto e em face das concretas circunstâncias pode e deve ser feita a análise do impacto que esse exercício simultâneo de funções possa ter na independência do sujeito. Não significa, pois, esta eliminação que, em concreto, o sujeito não possa ser considerado não independente por força das circunstâncias descritas, mas sim que estas circunstâncias serão objeto de uma apreciação *ad hoc* que, caso conduza à conclusão de que são suscetíveis de afetar a sua imparcialidade, determinarão a sua qualificação como *não independente* ao abrigo da cláusula geral.

4. A opção de inclusão do critério do *free float* como limite mínimo da proporção de administradores não executivos independentes, na Recomendação II.1.7, foi considerada por um dos respondentes como uma solução excessivamente rígida e redutora, que não permite a adequada ponderação das características próprias de cada emitente nem a ponderação de outros fatores importantes na determinação do número de administradores não executivos independentes a incluir no órgão de administração.

Tal solução foi concebida com o propósito de responder às críticas somadas no domínio da anterior recomendação, que apontava para um limite mínimo de $\frac{1}{4}$ do total de administradores: com este novo critério procurou introduzir-se um elemento de racionalidade e proporcionalidade na indicação de um número mínimo de administradores não executivos independentes.

Acredita-se ainda que esta solução, apontando para um critério simultaneamente racional, objetivo e proporcional, consistiria na melhor solução.

Em face deste contributo, opta-se no entanto por sugerir a utilização do *free float* apenas com carácter indicativo e não como critério ou padrão rígido de quantificação dos administradores não-executivos a incluir no órgão de administração.

II.2. Órgão de fiscalização

No que respeita ao órgão de fiscalização, a única alteração de relevo em relação à versão inicial da proposta consiste na deslocação de uma parte das recomendações, concretamente respeitantes ao conselho geral e de supervisão, para o Capítulo II.1., com a justificação a que foi feita já referência.

II.3. Comissão de remunerações

Foi alterado o título deste Ponto, uma vez que o mesmo passou a versar exclusivamente sobre a Comissão de Remunerações.

Ao mesmo tempo, e em função de comentários recebidos nesses sentido que se julgou adequado acolher, foram eliminadas duas Recomendações incluídas na proposta inicial sobre as *funções* da Comissão de Remunerações, por redundantes e dispensáveis, tendo sido mantidas as Recomendações sobre a estrutura e composição desta Comissão.

III. Remuneração

IV. Auditoria

V. Conflitos de interesses e transações com partes relacionadas

VI. Informação

Nos Capítulos III, IV, V e VI respetivamente sobre Remuneração, Auditoria, Conflitos de Interesses, Transações com Partes Relacionadas e Informação não foram recebidas respostas nem propostas substanciais de alteração da Proposta.

Foram assim introduzidas apenas alterações de detalhe, relacionadas com a redação das Recomendações ou com aspetos menores a necessitarem de algum ajustamento, não havendo alterações substanciais a destacar.

De acordo com as alterações introduzidas em relação à versão submetida a consulta, apresentam-se de seguida as versões finais do Regulamento da CMVM sobre o Governo das Sociedades nº 4/2013