



CATÓLICA
LISBON
BUSINESS & ECONOMICS

GOVERNO DAS SOCIEDADES EM PORTUGAL EM 2012

RELATÓRIO
CATÓLICA LISBON/AEM

Com o apoio:



NYSE
EURONEXT



aem

GOVERNO DAS SOCIEDADES EM PORTUGAL EM 2012

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

Dados Relativos ao ano de 2012

Com o apoio da

“Além de ser exibida uma continuada evolução positiva no grau de acolhimento das recomendações de governo societário, demonstra-se ainda que este ciclo de estudos se revela igualmente apto a influir na conformação das melhores práticas de *corporate governance*”.

Paulo Câmara

Índice

1. INTRODUÇÃO	1
2. ENQUADRAMENTO E OBJECTO DO RELATÓRIO	3
3. O ÍNDICE E O RATING DE GOVERNO SOCIETÁRIO CATÓLICA LISBON/AEM	6
3.1 Fundamento e Objectivo	6
3.2 Método de Construção do Índice	10
3.3 Método de Atribuição do Rating de Governo Societário	13
3.4. Comparabilidade dos Resultados	13
4. ANÁLISE DO GRAU DE ACOLHIMENTO DE RECOMENDAÇÕES SOBRE O GOVERNO DAS SOCIEDADES EM PORTUGAL EM 2012	14
4.1 Recomendações Sobre a Assembleia Geral	21
4.2 Recomendações Respeitantes Aos Órgãos de Administração e Fiscalização	22
4.2.1 Estrutura e Competência	22
4.2.2 Incompatibilidade e Independência	27
4.2.3 Elegibilidade e Nomeação	29
4.2.4 Política de Comunicação de Irregularidades	31
4.2.5 Remuneração	32
4.2.6 Conselho de Administração	36
4.2.7 Comissões especializadas	39
4.3 Informação e Auditoria	41
4.4 Alguns Comentários Finais	43

5. APURAMENTO DO ÍNDICE E DO RATING DE GOVERNO SOCIETÁRIO CATÓLICA LISBON/AEM EM 2011	45
--	-----------

5.1 O Índice de Governo Societário Católica Lisbon /AEM	45
--	-----------

5.2 O Rating de Governo Societário Católica Lisbon/AEM	49
---	-----------

6. RELAÇÕES ENTRE O ÍNDICE DE GOVERNO SOCIETÁRIO E AS CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS	51
---	-----------

6.1 Características das Empresas	51
---	-----------

6.2 Resultados Económétricos	54
-------------------------------------	-----------

7. CONCLUSÕES FINAIS	56
-----------------------------	-----------

ANEXO A: Lista das Sociedades Incluídas no Relatório

ANEXO B: Resultados da Estimação Econométrica

BIBLIOGRAFIA RELEVANTE

1. Introdução

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

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

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

Miguel Athayde Marques

Paulo Câmara, e

Leonor Modesto

juntamente com uma equipa, composta pelos seguintes elementos: Patrícia Cruz, Sofia Thibaut Trocado, Francisco Boavida Salavessa, Joana Pinto Monteiro e Mariana Duarte Silva.

A produção do Relatório contou, igualmente, com o apoio da Euronext Lisbon.

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

A sua base empírica residiu na análise e registo detalhados da observância das recomendações do Código de Governo das Sociedades, elaborado pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, por parte das empresas cotadas, de acordo com o reflectido nos seus Relatórios de Governo Societário, referentes ao exercício de 2012, o último publicado.

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

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

Por esse motivo, o estudo adoptou uma metodologia em que o grau de observância das recomendações de governo das sociedades é avaliado segundo uma ponderação maior para as recomendações mais relevantes, em termos de *benchmarks* internacionais, conjugada com uma menor ponderação das recomendações com pouco ou nenhum significado no plano internacional.

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

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

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

Concretamente, esses indicadores assumem a forma de um Índice e de um Rating de governo societário, que, com base nas práticas reportadas nos relatórios de *corporate governance* de 2012, e pelo terceiro ano consecutivo, constituem um elemento de referência a partir do qual é possível determinar a evolução que as empresas portuguesas vêm realizando neste domínio e irão realizar no futuro.

Esta terceira edição do Relatório permite, assim, desenvolver uma análise comparativa com os dados extraídos dos relatórios de *corporate governance* de 2010 e 2011 e permite confirmar a utilidade crescente do Índice e do Rating de governo societário e sedimentar a importância do presente estudo no contexto do incremento das boas práticas de governo societário.

2. Enquadramento e Objecto do Relatório

Em Portugal, as sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado estão sujeitas ao dever de informar anualmente sobre o grau de acolhimento do Código de Governo das Sociedades – que consiste num conjunto de recomendações elaboradas pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), ao abrigo do artigo 245.º-A do Código dos Valores Mobiliários e do Regulamento da CMVM n.º 1/2010.

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

O objecto deste Relatório é múltiplo.

De um lado, procura recensear o grau de observância das recomendações por parte das sociedades cotadas, de acordo com o reflectido nos relatórios de governo das mesmas referentes ao exercício de 2012.

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

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

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

O universo das sociedades objecto do presente estudo compreende um total de 43 empresas emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, até 31 de Dezembro de 2012, no qual se incluem, entre outras, todas as sociedades que compõem o índice PSI 20.

A lista completa das empresas analisadas consta do ANEXO A.

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

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

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

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

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

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

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

Tal encontra, nomeadamente, ilustração nos critérios de independência sobre membros do órgão de administração, em que são seguidos para o efeito os critérios fixados no n.º 5 do art. 414.º do Código das Sociedades Comerciais, para os quais remete a CMVM, no anexo ao Regulamento n.º 1/2010.

De outro modo dito, não cabe a este Relatório a elaboração *ad hoc* de novos critérios quanto ao conceito de independência dos membros dos órgãos sociais, estando vinculado ao critério imposto pelo regulador

na concretização applicativa do Código do Governo das Sociedades.

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

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

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

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

- i) as singularidades do contexto invocadas pela sociedade;
- ii) a natureza e robustez do fundamento directamente apresentado pela sociedade para o não acolhimento;
- iii) o carácter transitório ou permanente do não acolhimento; e

iv) as medidas adoptadas para se assumirem como alternativas ao acolhimento ou para mitigarem o efeito do não acolhimento.

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

São, subsequentemente, apresentados os dados sobre o grau de acolhimento das recomendações sobre o governo das sociedades em Portugal por referência ao ano de 2012 (capítulo 4), após o que se procede ao apuramento do Índice e do Rating Católica Lisbon/AEM (capítulo 5).

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

O Relatório finaliza com conclusões (capítulo 7).

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

3.1. Fundamento e Objectivo

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

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

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

Este relatório toma como referência o Código de Governo das Sociedades aprovado pela CMVM, ao abrigo do artigo 245.º-A do Código dos Valores Mobiliários e complementado através do Regulamento da CMVM n.º 1/2010.

Deve notar-se que em 2013 registaram-se dois factos importantes no contexto nacional sobre governo societário, mas que não revelaram impacto neste relatório.

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

No entanto, apenas quanto ao exercício de 2013 as sociedades serão chamadas a decidir entre a adopção do código do IPCG ou a adopção do Código de Governo das Sociedades da CMVM.

A outro tempo, a CMVM tem em curso um projecto de revisão do seu Código de Governo das Sociedades e do Regulamento n.º 1/2010 que o complementa.

Nomeadamente, teve lugar em Março de 2013 um processo de consulta pública de discussão das projectadas mudanças (Processo de Consulta Pública n.º 2/2013 da CMVM).

Porém, na data de referência para efeitos deste Relatório – 31 de Dezembro de 2012 – não estava concluído o processo normativo relativo à alteração do Código de Governo e do Regulamento n.º 1/2010 da CMVM.

Assim, baseia-se o presente estudo na versão do Código de Governo das Sociedades de 2010, em vigor à data do exercício económico tido aqui como referência temporal.

Neste contexto, é por referência ao Código de Governo das Sociedades da CMVM de 2010 que as sociedades cotadas devem informar sobre o grau de acolhimento das recomendações nele contidas (“comply”) e, bem assim, devem informar sobre o fundamento do não acolhimento das recomendações por si não observadas (“explain”).

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

quanto às escolhas que cada uma pode adotar a esse respeito.

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

Porém, segundo o Direito europeu, os códigos de governo não têm necessariamente uma fiscalização pública quanto ao respectivo grau de acolhimento.

A tendência, aliás, é maioritariamente a oposta.

Dada a natureza recomendatória das indicações constantes dos códigos de governo, o modelo de monitorização pela autoridade administrativa que tem vigorado em Portugal não apresenta paralelo na maioria dos Estados-Membros da União Europeia.

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

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

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

Além disso, a fiscalização privada apresenta vantagens, quando comparada com o exercício de verificação da observância realizado por autoridades de supervisão, podendo evitar, por

exemplo, a indistinção entre *governance* e *compliance*, que tende a existir na fiscalização pública.

Neste sentido pode confrontar-se, igualmente, a *European Company Law Experts' Response to the European Commission's Green Paper 'The EU Corporate Governance Framework'* (Julho 2011, pg. 23).

Por outro lado, um dos atributos relevantes de cada código de governo societário respeita à sua extensão.

Na sua versão originária, datada de 1999, as Recomendações da CMVM bastavam-se com 13 indicações recomendatórias.

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

Refira-se, designadamente,

- a alteração ao Código das Sociedades Comerciais promovida pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março (com implicações nomeadamente no âmbito dos deveres fiduciários dos titulares dos órgãos sociais e dos modelos de governo societário);

- a Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho (sobre apreciação, pela assembleia geral, da declaração da política de remunerações);

- a transposição da Directiva n.º 2007/36/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Julho (relativa ao exercício de certos direitos dos accionistas de sociedades cotadas), promovida pelo Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de Maio;

- e o Decreto-Lei n.º 88/2011, de 20 de Julho (sobre política de remunerações de instituições de crédito).

No seu todo, estes diplomas – aqui indicados a título exemplificativo – determinaram um acréscimo considerável de deveres relacionados com a governação societária a cargo das empresas portuguesas, em geral, e das sociedades cotadas, muito em particular.

Seria, assim, de esperar que o elevado número de reformas legislativas recentes pudesse ter determinado alguma estabilização dos enunciados recomendatórios – ou mesmo uma redução dos mesmos.

Todavia, foi o inverso que sucedeu.

Ao longo de sucessivas revisões ao Código do Governo das Sociedades, houve uma adição muito significativa de recomendações, o que determinou uma multiplicação da extensão originária do texto recomendatório.

Na versão originária, como notado, existiam 13 recomendações.

Actualmente, o Código do Governo das Sociedades inclui 54 recomendações.

De entre as recomendações existentes, além disso, contam-se diversas recomendações múltiplas (em particular, a recomendação II.1.5.1 relativa à remuneração) – o que significa que o número efectivo de recomendações excede largamente as seis dezenas.

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

Por essa razão, outro objectivo do presente Relatório é o de apurar se a densidade recomendatória actualmente existente em Portugal

tem correspondência noutras jurisdições de referência e se as sociedades objecto do estudo acolhem em maior ou menor grau as recomendações com relevância nas outras jurisdições seleccionadas.

Naturalmente, as ponderações sobre o relevo das recomendações não são aleatórias nem discricionárias.

Resultam, isso sim, da aplicação de um critério de correspondência com textos normativos de referência internacionais, segundo o método que abaixo se descreve com maior pormenor.

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

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

Nos relatórios relativos aos anos 2008 a 2010, este atraso em regra excedeu um ano sobre a divulgação dos relatórios examinados.

Assim:

- em 27 de Abril de 2010, foram divulgados os resultados referentes ao ano de 2008;

- em 19 de Maio de 2011, foi apresentado o Relatório Anual da CMVM sobre o Governo

das Sociedades Cotadas referente às declarações anuais de governação de 2009;

- em 31 de Julho de 2012, foi disponibilizado o Relatório Anual da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas de 2010.

O Relatório mais recente já revela uma preocupação de redução do atraso por parte da CMVM, o que pode constituir um efeito positivo determinado por este ciclo de relatórios Católica/AEM.

Com efeito, em 27 de Dezembro de 2012 foi disponibilizado o Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas de 2011.

O atraso descrito cria uma descontinuidade temporal entre a divulgação dos documentos das empresas e a sua concatenação no universo geral do tecido empresarial cotado nacional.

E não se trata apenas de um atraso estatístico, na medida em que, acima de tudo, fica afectada a susceptibilidade de o juízo da autoridade de supervisão influir, em tempo útil, na conformação das práticas de governação das sociedades cotadas.

O referido atraso é ainda gerador de alguma injustiça, dado que, no momento em que o relatório da CMVM é divulgado, as empresas estão a preparar ou já apresentaram novas declarações anuais das suas práticas de governação, podendo as empresas ter já corrigido os desvios às recomendações que surgem publicamente apontados.

Também por este motivo, ao ser historicamente datado, resulta diminuída a utilização do relatório por parte dos investidores.

Tal cenário é ainda agravado com a cadência bienal de alteração das recomendações de governação: aos anos ímpares, é ha-

bitual haver reformulação das recomendações – o que sucedeu em 2001, 2003, 2005, 2007 e 2010.

Em 2013, como notado, as recomendações da CMVM estão novamente sob revisão.

Em resultado desta mobilidade – e constante desenvolvimento da extensão – do acervo recomendatório, é total o desencontro entre o momento da divulgação da avaliação por parte da autoridade administrativa e o quadro de recomendações em vigor.

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

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

3.2. Método de Construção do Índice

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

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

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

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

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

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

Por último, o Código de Corporate Governance do Reino Unido, (considerando a versão de 2010 e não a versão divulgada em Setembro de 2012, a qual apenas se aplica aos períodos que comecem após 30 de Setembro de 2012) foi considerado por ser o código de

governo societário pioneiro em termos mundiais e incontestavelmente o mais influente.

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

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

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

Nessa medida, foi levada a cabo uma ponderação das recomendações nacionais, uma vez que se tornou evidente que nem todas têm um relevo homogéneo entre si.

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

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

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

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

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

Resulta da análise comparativa efectuada que existem 16 recomendações com relevo nulo, 9 com relevo mínimo, 14 com relevo médio e 12 com relevo máximo. Note-se que, nesta contagem, não foram relevadas as recomendações I.2.1, I.2.2 e II.1.5.7, por já não estarem em vigor, e que apresentavam relevo nulo.

Por outro lado, as sub-recomendações em recomendações múltiplas, não obstante terem sido objecto de análise individual, conforme adiante se explicará, foram consideradas, para este exclusivo efeito, em bloco.

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

É revelador, a este propósito – em implícito reconhecimento da justeza desta observação, já reiterada em anos anteriores –, que no processo de Consulta Pública n.º 2/2013 a CMVM anuncie pretender reduzir o número de reco-

mendações constantes do seu Código de Governo das Sociedades.

No âmbito do mencionado processo de Consulta Pública, merece sublinhar que, de entre as recomendações que a CMVM se propõe suprimir se contam 12 recomendações com relevo nulo (segundo o critério atrás apresentado) e 4 recomendações com relevo mínimo.

O presente Relatório preocupou-se ainda em aplicar um critério analítico quanto ao grau de acolhimento das recomendações sobre governação societária. Importa, assim, salientar que, no caso específico das recomendações múltiplas, foi feita uma ponderação para cada uma das sub-recomendações contidas na mesma.

A título de exemplo, a recomendação II.1.5.1, aplicável à política de remunerações, foi desdobrada em 8 sub-recomendações e o benchmarking percorreu cada uma delas, de modo a determinar uma ponderação adequada da recomendação no seu todo.

Por seu turno, e por forma a imprimir uma maior granularidade ao estudo, a presente edição procedeu a uma análise de forma desagregada de outras 11 recomendações múltiplas, permitindo, assim, um aprimoramento e afinamento de análise do grau de observância das recomendações constantes do Código de Governo das Sociedades.

Este aperfeiçoamento metodológico confere ao presente Relatório uma melhor tradução das práticas de governação efectivamente seguidas pelas empresas, gerando, embora, alguma dificuldade na comparação inter-temporal de resultados.

A este propósito, é sintomático referir que no Processo de Consulta Pública n.º 2/2013, a

CMVM informou ter a intenção de proceder ao desdobramento de algumas recomendações mais extensas e de conteúdo múltiplo em recomendações individuais na futura reformulação do Código de Governo das Sociedades.

Este Relatório não toma como objecto de análise o cumprimento de regras jurídicas de cumprimento obrigatório, mas antes versa sobre o acolhimento de recomendações.

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

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

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

Com essa finalidade, aquando da análise dos relatórios de *corporate governance* das sociedades, foram valoradas muito marcadamente as explicações apresentadas pelas sociedades para justificar o não acolhimento de determinada recomendação.

A título de exemplo, foram tidas em conta, entre outras, as seguintes justificações:

- Recomendação I.3.3.: sociedades que justificam a não correspondência de um voto por acção, explicando que, inexistindo tectos de

voto (*voting caps*), os pequenos accionistas podem agrupar-se para poder exercer o seu direito de voto;

- Recomendação II.1.5.2: sociedades que declaram optar por não fazer um benchmarking com outros grupos societários como parâmetro de fixação da política remuneratória (o que, por si, pode contribuir para um agravamento das prestações remuneratórias) e que o divulgam publicamente;

- Recomendação II.2.5.: sociedades que declaram não existir uma política rígida e abstracta de rotação dos pelouros no Conselho de Administração, mas demonstram que existe um mecanismo estruturado de selecção e atribuição de pelouros;

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

O método de construção do Índice escolhido para este estudo comporta um elevado pendor analítico do grau de acolhimento das recomendações.

Assim, ele permite identificar quais as sociedades que acolhem em maior número as recomendações de governo societário mais relevantes internacionalmente.

Refira-se, por último, que o Índice não é apresentado sob a forma de percentagem, para uma correspondência mais fiel com a lógica do *comply or explain*.

Acresce que uma expressão percentual do Índice estaria mais próxima da lógica de aferição mecânica de *compliance* e de *box-ticking*, que aqui deliberadamente se procurou evitar.

3.3. Método de Atribuição do Rating de Governo Societário

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

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

3.4. Comparabilidade dos Resultados

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

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

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

No caso do presente relatório, porém, não se detectam alterações legislativas ou recomendatórias a prejudicar uma directa comparação com os resultados do ano anterior.

4. Análise do Grau de Acolhimento de Recomendações Sobre o Governo das Sociedades em Portugal em 2011

Neste capítulo, analisa-se, para cada uma das recomendações mais relevantes sobre o governo das sociedades em Portugal, o respectivo grau de acolhimento pelas empresas cotadas em bolsa (Euronext Lisbon) em 31 de Dezembro de 2012.

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

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

Para cada uma das recomendações consideradas, analisou-se ainda o grau de acolhimento entre as empresas que integram o

índice PSI 20 e as empresas que não relevam para este índice.

Os resultados obtidos encontram-se na Tabela 4.1.

Podemos constatar que o grau de acolhimento das recomendações mais relevantes do Código de Governo das Sociedades pelas empresas portuguesas cotadas em 2012 foi elevado.

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

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

Sempre que possível, far-se-ão comparações entre os valores obtidos em 2012 e os registados em 2011.

Tabela 4.1

Percentagem de acolhimento das recomendações de governo societário em 2012

Página 1

				Percentagem de empresas com acolhimento		
Recomendações				Todas as Empresas	PSI20	Restantes Empresas
Assembleia Geral	Voto e Exercício do Direito de Voto	I.3.1	Voto por correspondência	100.0%	100.0%	100.0%
	Medidas Relativas ao Controlo das Sociedades	I.6.1	Medidas com vista a impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição	85.7%	77.8%	91.7%
		I.6.2	Livre transmissibilidade das acções	100.0%	100.0%	100.0%
Órgãos de Administração e Fiscalização	Estrutura e Competência	II.1.1.1	Avaliação do modelo societário adoptado	100.0%	100.0%	100.0%
		II.1.1.2				
		(i)	Implementação de sistemas internos de controlo e gestão de riscos	95.3%	100.0%	91.7%
		(ii)	Componentes a integrar nos sistemas internos de controlo e gestão de riscos	74.4%	84.2%	66.7%
		II.1.1.3	Avaliação do funcionamento dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos	88.4%	94.7%	83.3%
		II.1.1.4				
		(i)	Identificar riscos económicos, financeiros e jurídicos	97.7%	100.0%	95.8%
		(ii)	Descrever a actuação e eficácia do sistema de gestão de riscos	88.4%	100.0%	79.2%

Tabela 4.1

Percentagem de acolhimento das recomendações de governo societário em 2012

Página 2

				Percentagem de empresas com acolhimento		
Recomendações				Todas as Empresas	PSI20	Restantes Empresas
Órgãos de Administração e Fiscalização	Estrutura e Competência	II.1.1.5				
		(i)	Regulamentos de funcionamento dos órgãos de administração	79.1%	94.7%	66.7%
		(ii)	Divulgação dos regulamentos dos órgãos de administração na internet	74.4%	89.5%	62.5%
		(iii)	Regulamentos de funcionamento dos órgãos de fiscalização	81.4%	94.7%	70.8%
		(iv)	Divulgação dos regulamentos dos órgãos de fiscalização na internet	76.7%	89.5%	66.7%
	Incompatibilidades e Independência	II.1.2.1	Número de membros não executivos	85.7%	94.4%	83.3%
		II.1.2.2	Administradores independentes	38.1%	61.1%	25.0%
		II.1.2.3	A avaliação da independência	77.5%	72.2%	81.8%
	Elegibilidade e Nomeação	II.1.3.1	Independência do Presidente do Conselho Fiscal, das Comissões de Auditoria e Financeira	90.7%	89.5%	91.7%
		II.1.3.2	Seleção de candidatos a Administradores não executivos	45.2%	66.7%	29.2%

Tabela 4.1

Percentagem de acolhimento das recomendações de governo societário em 2012

Página 3

				Percentagem de empresas com acolhimento		
Recomendações				Todas as Empresas	PSI20	Restantes Empresas
Órgãos de Administração e Fiscalização	Política de Comunicação de Irregularidades	II.1.4.1				
		(i)	Comunicação interna	86.0%	94.7%	79.2%
		(ii)	Tratamento das comunicações	83.7%	94.7%	75.0%
	Remuneração	II.1.5.1				
		(i)	Remuneração dos Administradores com funções executivas	68.3%	83.3%	56.5%
		(vi)	Opções na remuneração variável	71.4%	100.0%	33.0%
		(vii)	Ausência de compensação na destituição sem justa causa de Administrador	30.2%	52.6%	12.5%
		(viii)	Remuneração dos membros não executivos	92.3%	88.9%	95.2%
		II.1.5.4				
		(i)	Aprovação em Assembleia Geral da proposta relativa aos planos de atribuição de acções, e/ou de opções de aquisição de acções	91.7%	100.0%	80.0%
		(ii)	A proposta deve conter todos os elementos necessários para uma avaliação correcta do plano.	100.0%	100.0%	100.0%

Tabela 4.1

Percentagem de acolhimento das recomendações de governo societário em 2012

Página 4

				Percentagem de empresas com acolhimento		
Recomendações				Todas as Empresas	PSI20	Restantes Empresas
Órgãos de Administração e Fiscalização	Remuneração	(iii)	A proposta deve ser acompanhada do regulamento do plano	100.0%	100.0%	100.0%
		(iv)	Aprovação em Assembleia Geral dos benefícios de reforma dos membros dos órgãos de administração, fiscalização e demais dirigentes	90.9%	100.0%	83.3%
		II.1.5.6	Representação na AG de um membro da Comissão de remunerações	90.5%	94.7%	87.0%
	Conselho de Administração	II.2.1	Delegação de competências	85.7%	83.3%	87.5%
		II.2.2				
		(i)	Não delegação da definição da estratégia e das políticas gerais da sociedade	85.7%	83.3%	87.5%
		(ii)	Não delegação da definição da estrutura empresarial do grupo	90.5%	83.3%	95.8%
		(iii)	Não delegação de decisões estratégicas	83.3%	77.8%	87.5%
		II.2.3	Assegurar a informação e independência dos membros não executivos	100.0%	100.0%	100.0%

				Percentagem de empresas com acolhimento		
Recomendações				Todas as Empresas	PSI20	Restantes Empresas
Órgãos de Administração e Fiscalização	Comissões Especializadas	II.5.1				
		(i)	Criação de comissões especializadas para avaliação do desempenho dos Administradores executivos	79.1%	73.7%	83.3%
		(ii)	Criação de comissões especializadas para avaliação do sistema de governo	83.7%	84.2%	83.3%
		(iii)	Criação de comissões especializadas para identificação de candidatos a Administrador	74.4%	68.4%	79.2%
		II.5.2	Independência e competência dos membros da Comissão de remunerações	71.1%	64.3%	75.0%
		II.5.3	Prevenção de conflitos de interesses	95.3%	100.0%	91.7%
Informação e auditoria	Deveres Gerais de Informação	III.1.1	Princípio da igualdade dos accionistas e prevenção de assimetrias de informação	97.7%	100.0%	95.8%

Tabela 4.1

Percentagem de acolhimento das recomendações de governo societário em 2012

Página 6

				Percentagem de empresas com acolhimento		
Recomendações				Todas as Empresas	PSI20	Restantes Empresas
Informação e auditoria	Deveres Gerais de Informação	III.1.4	Competências do auditor externo	86.0%	89.5%	83.3%
		III.1.5	Limitação da relação com o auditor externo	81.4%	89.5%	75.0%

Legenda das páginas seguintes

100%

100%

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

as percentagens a cinzento referem-se ao grau de acolhimento homólogo registado em 2011

100%

100%

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

4.1. Recomendações Sobre a Assembleia Geral

Voto por Correspondência (I.3.1)

A totalidade das empresas cotadas acolhe a recomendação que proíbe limitações ao exercício do voto por correspondência.

Em 2011, o valor correspondente era o mesmo, 100%, tanto para as empresas do PSI 20 como para as restantes. No entanto, regista-se uma melhoria face a 2010, sendo que nesse ano o acolhimento para o total das empresas era de 97,7%.

100% 100%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre voto por correspondência.

100% 100%

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre voto por correspondência.

Ofertas Públicas de Aquisição (I.6.1)

A recomendação relativa ao uso de medidas adoptadas com vista a impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição é acolhida por 85,7% das empresas.

Neste caso, o acolhimento pelas empresas do PSI 20 é menor, sendo apenas 77,8%. Em 2011, as percentagens correspondentes foram respectivamente de 83,7% e de 73,7%. Em 2010, as mesmas percentagens situavam-se nos 77,3% e 70%, respectivamente.

Registou-se, pois, no período de três anos uma melhoria continuada no grau de acolhimento desta recomendação e a manutenção de um menos bom desempenho das empresas do PSI 20 face às restantes.

77,8% 73,7%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação ao uso de medidas adoptadas com vista a impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição.

85,7% 83,7%

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre ao uso de medidas adoptadas com vista a impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição.

Livre Transmissibilidade das Acções (I.6.2)

A recomendação que promove a livre transmissibilidade das acções é acolhida pela totalidade das empresas cotadas, tal como em 2010.

Em 2011, esta recomendação era acolhida por 97,7% das empresas cotadas e por todas as empresas do PSI 20.

100% 100%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre a livre transmissibilidade das acções.

100% 100%

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre a livre transmissibilidade das acções.

4.2. Recomendações respeitantes aos Órgãos de Administração e Fiscalização

4.2.1 Estrutura e Competência

Avaliação do Modelo Societário Adoptado (II.1.1.1)

A recomendação quanto à necessidade de avaliação do modelo societário adoptado, e eventual necessidade de medidas tendentes a melhorar o seu funcionamento, é acolhida por 100% das empresas.

Já, em 2011, o mesmo se verificava, registando-se assim a manutenção do grau máximo de acolhimento nos últimos dois anos. Em 2010, esta recomendação era apenas acolhida por 86,4% das empresas, atingindo os 95% no caso das empresas do PSI 20. Assistimos, portanto, a uma melhoria sustentada no acolhimento desta recomendação.

100% 100%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação quanto à necessidade de avaliação do modelo societário adoptado.

100% 100%

empresas cotadas que acolhem a recomendação quanto à necessidade de avaliação do modelo societário adoptado.

Implementação de Sistemas Internos de Controlo e Gestão dos Riscos (II.1.1.2.i)

A recomendação que preconiza a implementação de sistemas internos de controlo e gestão dos riscos é seguida por 95,3% das sociedades e pela totalidade das empresas do PSI 20.

Mais uma vez, estamos perante um aumento do grau de acolhimento, por comparação com o ano anterior.

100% 100%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre implementação de sistemas internos de controlo e gestão dos riscos.

95,3% 93,2%

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre implementação de sistemas internos de controlo e gestão dos riscos.

Componentes a Integrar nos Sistemas Internos de Controlo e Gestão de Riscos (II.1.1.2.ii)

Por seu turno, a recomendação relativa às componentes a integrar nos sistemas internos de controlo e gestão de riscos é observada por 74,4% das sociedades e por 84,2% das empresas do PSI 20.

Em 2011, os valores correspondentes eram menores, 70,5% e 80%, respectivamente.

Em 2010, estas duas últimas recomendações foram analisadas conjuntamente, tendo sido acolhidas por 86% das sociedades cotadas e por 90% das empresas que integram o PSI 20.

84,2% 80%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre os componentes a integrar nos sistemas internos de controlo e gestão de riscos.

74,4% 70,5%

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre os componentes a integrar nos sistemas internos de controlo e gestão de riscos.

Avaliação dos Sistemas Internos de Controlo e Gestão dos Riscos (II.1.1.3)

88,4% das sociedades segue a recomendação que preconiza a avaliação dos sistemas internos de controlo e gestão dos riscos.

Esta percentagem era de 93,2% em 2011 e 81,% em 2010, tendo assim ocorrido um acréscimo no grau de acolhimento face a 2010 mas um decréscimo face a 2011.

Para as empresas do PSI 20, a percentagem de acolhimento diminuiu de 100% para 94,7%, mantendo, ainda assim, um grau de acolhimento bastante elevado.



Identificação de Riscos Económicos, Financeiros e Jurídicos (II.1.1.4.i)

Tanto em 2012 como em 2011, 97,7% das empresas cotadas identifica no seu relatório anual os principais riscos económicos, financeiros e jurídicos associados ao exercício da actividade.

Para as empresas do PSI 20, esta percentagem atinge os 100%.



Descrição da Actuação e Eficácia do Sistema de Gestão de Riscos (II.1.1.4.ii)

Em 2012, 88,4% das empresas cotadas descreve também no relatório anual a actuação e eficácia do sistema de gestão de riscos. Esta percentagem atinge os 100% no caso das empresas do PSI 20. Não existem diferenças face a 2011, tendo-se mantido o grau de acolhimento para a totalidade das empresas cotadas e para as empresas no PSI 20.

Em 2010, o acolhimento destas duas últimas recomendações foi analisado conjuntamente, tendo 86,4% das empresas cotadas e 95% das empresas do PSI 20 identificado, no seu relatório anual, os principais riscos económicos, financeiros e jurídicos a que a sociedade se expõe, descrevendo também a actuação e eficácia do sistema de gestão de riscos.

100% 100% **88,4%** 88,6%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre a descrição da actuação e eficácia do sistema de gestão de riscos.

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre a descrição da actuação e eficácia do sistema de gestão de riscos.

Regulamentos de Funcionamento dos Órgãos de Administração (II.1.1.5.i)

94,7% das empresas do PSI 20 dispõe de regulamentos de funcionamento dos órgãos de administração.

Para todas as empresas cotadas, esta percentagem é menor, situando-se em 79,1%.

Regista-se, relativamente a 2011, um ligeiro decréscimo na percentagem das empresas que acolhem esta recomendação, que era de 79,5% no caso das sociedades cotadas e de 100% no caso das empresas do PSI 20.

94,7% 100% **79,1%** 79,5%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre regulamentos de funcionamento dos órgãos de administração.

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre regulamentos de funcionamento dos órgãos de administração.

Divulgação dos Regulamentos dos Órgãos de Administração na Internet (II.1.1.5.ii)

74,4% das empresas cotadas divulga no correspondente sítio da internet os regulamentos de funcionamento dos órgãos de administração.

Esta percentagem é de 89,5% para as empresas do PSI 20.

O ligeiro decréscimo observado na percentagem das sociedades cotadas que acolhe esta recomendação, 75% em 2011, deve-se, neste caso ccomo no anterior, ao decréscimo no acolhimento entre as empresas do PSI 20 (95% em 2011).

89,5% 95%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre a divulgação dos regulamentos dos órgãos de administração na internet.

74,4% 75%

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre a divulgação dos regulamentos dos órgãos de administração na internet.

Regulamentos dos Órgãos de Fiscalização (II.1.1.5.iii)

94,7% das empresas do PSI 20 dispõe de regulamentos de funcionamento dos órgãos de fiscalização (registra-se um decréscimo face a 2011, ano em que a totalidade das empresas do PSI 20 acolhia esta recomendação).

Para todas as empresas cotadas regista-se também um decréscimo, ainda que pouco significativo, face a 2011, de 81,8% para 81,4% (mais uma vez, é o comportamento das empresas do PSI 20 que explica o decréscimo já que no caso das outras empresas a percentagem de acolhimento aumentou).

94,7% 100%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre regulamentos de funcionamento dos órgãos de fiscalização.

81,4% 81,8%

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre regulamentos de funcionamento dos órgãos de fiscalização.

Divulgação dos Regulamentos dos Órgãos de Fiscalização na Internet (II.1.1.5.iv)

76,7% das empresas cotadas divulgam no respectivo sítio da internet os regulamentos de funcionamento dos órgãos de fiscalização. Assistimos, assim, a um decréscimo de 0,6 pontos percentuais face a 2011.

A percentagem correspondente para as empresas do PSI 20 é de 89,5%. Neste caso, o decréscimo face a 2011 é de 5,5 pontos percentuais. Em 2010, o grau de acolhimento destas quatro últimas recomendações foi analisado em conjunto, tendo sido de 85% a percentagem de acolhimento agregado por parte das empresas do PSI 20. Este valor foi de apenas 68% para todas as sociedades cotadas.

89,5% 95%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre a divulgação na internet dos regulamentos de funcionamento dos órgãos de fiscalização.

76,7% 77,3%

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre a divulgação na internet dos regulamentos de funcionamento dos órgãos de fiscalização.

4.2.2 Incompatibilidade e Independência

Número de Membros Não Executivos (II.1.2.1)

A recomendação que preconiza que o número de membros não executivos no Conselho de Administração deva ser suficiente para garantir efectiva supervisão, fiscalização e avaliação da actividade dos membros executivos é acolhida por 94,4% das empresas do PSI 20 e por 83,3% das restantes empresas cotadas que não integram o PSI 20.

Comparando com os valores obtidos em 2011, respectivamente 88,9% e 83,3%, constatamos um aumento importante no grau de acolhimento desta recomendação junto das empresas do PSI 20 (no entanto, olhando para os valores de 2010, respectivamente 100% e 85,7%, constata-se o inverso).

94,4% 88,9% **85,7%** 85,7%

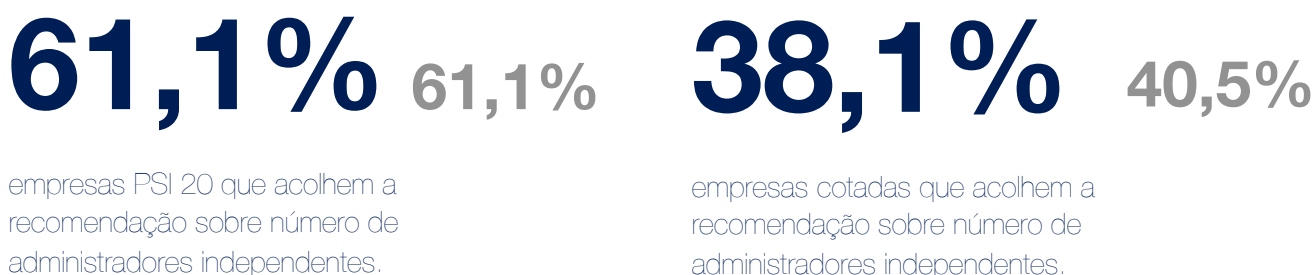
empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre o número de membros não executivos no Conselho de Administração.

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre o número de membros não executivos no Conselho de Administração.

Administradores Independentes (II.1.2.2)

A recomendação segundo a qual, entre os administradores não executivos, deve contar-se um número de administradores independentes nunca inferior a um quarto do número total de administradores, continua a ser uma das que regista menor acolhimento entre as empresas portuguesas cotadas, sendo seguida somente por 61,1% das empresas que integram o PSI 20 e por apenas 38,1% das empresas cotadas.

O acolhimento por parte das empresas do PSI 20 manteve-se inalterado relativamente a 2011, mas piorou face a 2010 (66,7%). É ainda importante realçar que, para todas as empresas cotadas, este número é pior do que os verificados em 2011 e 2010, respectivamente 40,5% e 47,6%.



Avaliação da Independência (II.1.2.3)

A recomendação que estabelece o modo como deve ser avaliada a independência dos administradores não executivos é acolhida por 77,5% das empresas. Esta proporção é superior - 81,8% -, no caso das empresas que não pertencem ao PSI 20, sendo de apenas 72,2% nas sociedades que integram o índice nacional.

Registou-se uma inversão face aos dados de 2011, em que a proporção foi ligeiramente superior para as empresas que pertenciam ao PSI 20. Nesse ano, as percentagens correspondentes foram 75,6% para as empresas cotadas e 77,8%, no caso das empresas do PSI 20. Face a 2010, é visível uma clara melhoria no grau de acolhimento, sendo que as percentagens acima foram de 64,3% e 66,7% respectivamente.



4.2.3 Elegibilidade e Nomeação

Independência do Presidente do Conselho Fiscal, da Comissão de Auditoria e da Comissão para as Matérias Financeiras (II.1.3.1)

89,5% das empresas do PSI 20 seguem a recomendação segundo a qual o Presidente do Conselho Fiscal, da Comissão de Auditoria, ou da Comissão para as Matérias Financeiras deve ser independente e possuir as competências adequadas ao exercício das respectivas funções. Este valor é ligeiramente inferior ao verificado para todas as sociedades cotadas, 90,7%.

Relativamente a 2011, as percentagens de empresas do PSI 20 e cotadas que acolhem esta recomendação diminuíram ligeiramente, respectivamente 0,5 e 0,2 pontos percentuais.

Face a 2010, o decréscimo por parte de todas as cotadas foi superior sendo o acolhimento, nesse ano, de 95%. No entanto, para as empresas do PSI 20, este manteve-se inalterado de 2010 para 2011.

89,5% 90%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre a Independência do Presidente do Conselho Fiscal, da Comissão de Auditoria e da Comissão para as Matérias Financeiras.

90,7% 90,9%

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre a Independência do Presidente do Conselho Fiscal, da Comissão de Auditoria e da Comissão para as Matérias Financeiras.

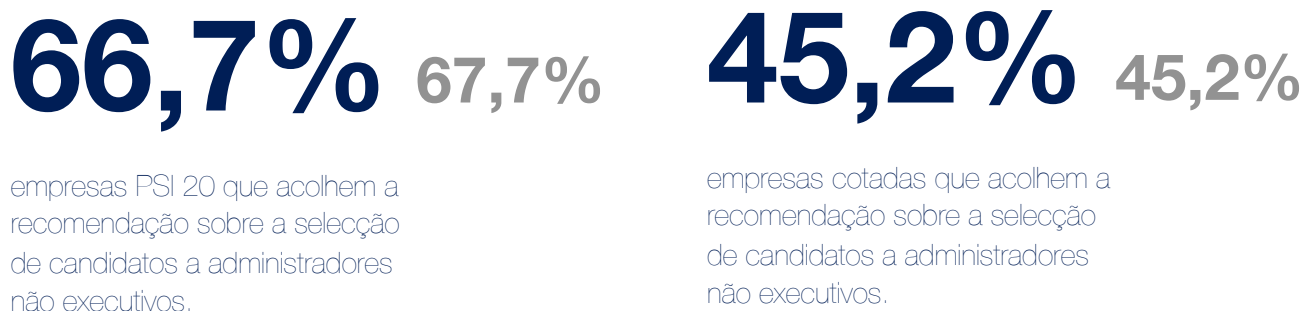
Seleção de Candidatos a Administradores Não Executivos (II.1.3.2)

Menos de metade (45,2%) das empresas portuguesas cotadas acolhe a recomendação que preconiza que o processo de selecção de candidatos a administradores não executivos deve ser concebido de forma a impedir a interferência dos administradores executivos.

No caso das empresas do PSI 20, o acolhimento é maior, mas ainda baixo: apenas 66,7% segue esta recomendação.

É, contudo, importante referir que, nesta matéria, os resultados melhoraram face a 2011. Nesse ano, as percentagens observadas foram mais baixas: 35,7% das empresas cotadas e 61,1% das empresas do PSI 20 acolheram a recomendação.

Por comparação com 2010, os resultados para a totalidade das empresas deterioraram-se (50% de acolhimento), não tendo, todavia, variado para as empresas do PSI 20 (acolhimento por parte de dois terços das empresas).

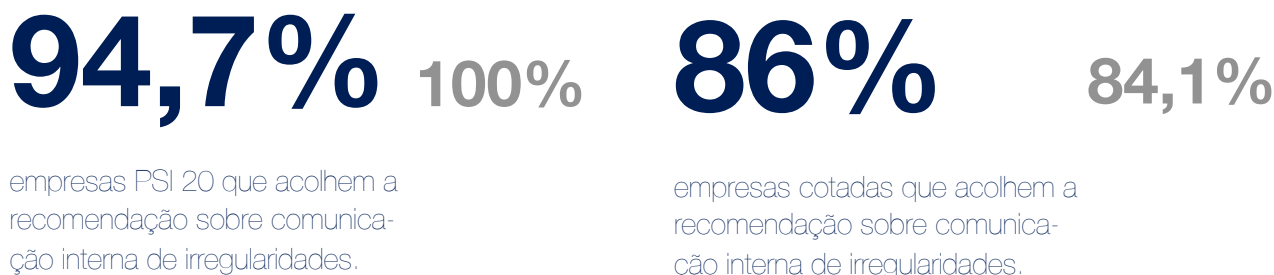


4.2.4 Política de Comunicação de Irregularidades

Comunicação Interna (II.1.4.1.i)

94,7% das empresas do PSI 20 segue uma política de comunicação de irregularidades conforme às recomendações internacionais de governo societário.

Nas empresas que não integram o PSI 20, esta percentagem é de 79,2%, para a comunicação interna. Em 2011 e 2010, a totalidade das empresas do PSI 20 acolhia esta recomendação. A percentagem de acolhimento desta recomendação em 2011 junto das outras empresas era mais baixa (70,8%).

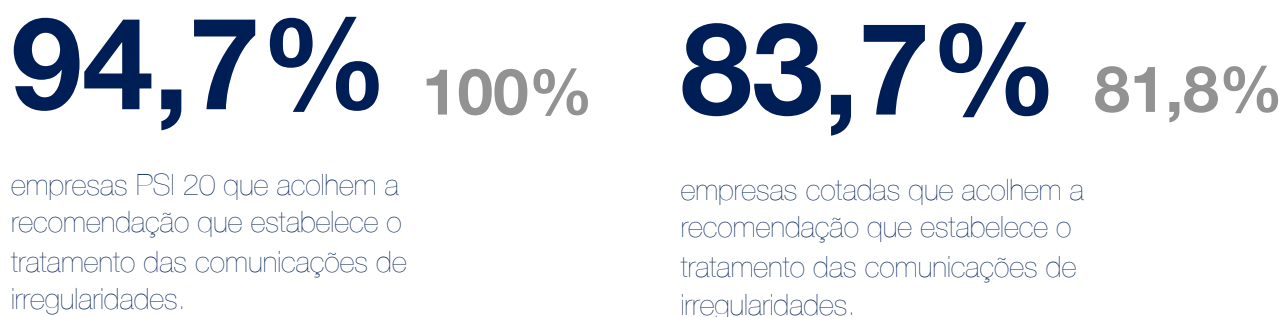


Tratamento das Comunicações (II.1.4.1.ii)

94,7% das empresas do PSI 20 cumpre a recomendação que estabelece o tratamento das comunicações de irregularidades.

Nas empresas que não integram o PSI 20, esta percentagem é de 75% no que diz respeito ao tratamento das comunicações. Em 2011 e 2010, a totalidade das empresas do PSI 20 acolhia esta recomendação. A percentagem de acolhimento desta recomendação em 2011 junto das outras empresas era mais baixa (66,7%).

Em 2010, estes dois aspectos foram analisados conjuntamente tendo sido de 62,5% a percentagem de acolhimento destas recomendações junto das outras empresas.



4.2.5 Remuneração

Remuneração dos Administradores com Funções Executivas (II.1.5.1.i)

Em 83,3% das empresas do PSI 20, tal como recomendado, a remuneração dos administradores com funções executivas integra uma componente variável, cuja determinação depende de uma avaliação de desempenho.

Esta percentagem é muito inferior, sendo de 56,5%, nas restantes empresas, isto é, naquelas que não integram o PSI 20. No entanto, junto destas últimas empresas, o grau de acolhimento desta recomendação melhorou face a 2011 e 2010, anos em que apenas respectivamente 47,8% e 41,7% acolhiam esta recomendação. Junto das empresas do PSI 20 o grau de acolhimento desta recomendação piorou relativamente a 2011 e 2010, anos em que a percentagem de empresas do PSI20 que acolheu a recomendação foi 95% e 90%, respectivamente.



Opções na Remuneração Variável (II.1.5.1.vi)

A recomendação relativa ao tratamento de opções, no caso destas fazerem parte da remuneração variável, é seguida pela totalidade das empresas do PSI 20 e apenas por um terço das restantes empresas.

Comparando com a situação verificada em 2011 e em 2010, constatamos a manutenção do grau de acolhimento desta recomendação pelas empresas do PSI 20 e um aumento significativo do mesmo por parte das restantes empresas, já que tanto em 2011 como em 2010 nenhuma acolhia a recomendação.



Ausência de Compensação na Destituição sem Justa Causa de Administrador (II.1.5.1.vii)

A recomendação segundo a qual a compensação estabelecida para qualquer forma de destituição sem justa causa de administrador não deve ser paga quando a destituição é devida a desadequado desempenho do administrador, é das menos acolhidas no panorama do governo das sociedades em Portugal.

Com efeito, apenas 52,6% das empresas do PSI 20 a seguem, e entre as restantes empresas este valor cai para 12,5%. No entanto, em comparação com 2011, ano em que apenas 45% das empresas do PSI 20 e 8% das restantes empresas acolhia esta recomendação, registamos uma melhoria geral no grau de acolhimento.

Em 2010 o acolhimento foi de 30% para as empresas do PSI 20 e de 13% para as restantes sociedades.

52,6% 45%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre a ausência de compensação na destituição sem justa causa de administrador.

30,2% 25%

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre a ausência de compensação na destituição sem justa causa de administrador.

Remuneração dos Membros Não Executivos (II.1.5.1.viii)

A percentagem de empresas que segue a recomendação segundo a qual a remuneração dos membros não executivos do órgão de administração não deverá incluir qualquer componente cujo montante dependa do desempenho ou do valor da sociedade, é seguida por 88,9% das empresas do PSI 20. Este valor em 2011 era 88,2% e em 2010 era apenas 72,2%.

No caso das restantes empresas emitentes, isto é, das que não integram o PSI 20, esta percentagem também cresceu. Passou de 85,7% em 2011 para 95,2% em 2012, tendo sido de 77,3% em 2010.

88,9% 88,2%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que estabelece a remuneração para membros não executivos.

92,3% 86,8%

empresas cotadas que acolhem a recomendação que estabelece a remuneração para membros não executivos.

Aprovação em Assembleia Geral da Proposta Relativa aos Planos de Atribuição de Acções, e/ou de Opções de Aquisição de Acções (II.1.5.4.i)

Tanto em 2012 como já em 2011, todas as empresas do PSI 20 submeteram à Assembleia Geral para aprovação a proposta relativa ao plano de atribuição de acções, e/ou de opções de aquisição de acções, a membros dos órgãos de administração, fiscalização e demais dirigentes.

Para as outras sociedades, não integrando o PSI 20, esta percentagem é de 80%, face a dois terços em 2011.

100% 100% **91,7%** 90,9%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre aprovação em assembleia geral da proposta relativa aos planos de atribuição de acções, e/ou de opções de aquisição de acções.

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre aprovação em assembleia geral da proposta relativa aos planos de atribuição de acções, e/ou de opções de aquisição de acções.

A Proposta Deve Conter Todos os Elementos Necessários para uma Avaliação Correcta do Plano (II.1.5.4.ii)

Para todas as empresas cotadas, a proposta apresentada à Assembleia Geral contém todos os elementos necessários para uma correcta avaliação do plano de atribuição de acções, e/ou de opções de aquisição de acções, a membros dos órgãos de administração, fiscalização e demais dirigentes, em ambos os anos em análise.

100% 100% **100%** 100%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação na qual se assegura que a proposta contém todos os elementos necessários para uma avaliação correcta do plano.

empresas cotadas que acolhem a recomendação na qual se assegura que a proposta contém todos os elementos necessários para uma avaliação correcta do plano.

A Proposta deve ser Acompanhada do Regulamento do Plano (II.1.5.4.iii)

Mais uma vez, tanto em 2012 como em 2011, para a totalidade das sociedades cotadas a proposta relativa à aprovação de planos de atribuição de acções, e/ou de opções de aquisição de acções, a membros dos órgãos de administração, fiscalização e demais dirigentes, é acompanhada do regulamento do plano.

100%

100%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que assegura que a proposta é acompanhada do regulamento do plano.

100%

100%

empresas cotadas que acolhem a recomendação que assegura que a proposta é acompanhada do regulamento do plano..

Aprovação em Assembleia Geral dos Benefícios de Reforma dos Membros de Administração, Fiscalização e Demais Dirigentes (II.1.5.4.iv)

Em 2012, tal como em 2011, todas as empresas do PSI 20 aprovaram em Assembleia Geral os benefícios de reforma dos membros dos órgãos de administração, fiscalização e demais dirigentes.

No caso das outras sociedades cotadas, em 2012, 83,3% segue esta recomendação.

Este último valor é significativamente superior ao registado em 2011: 50%. Assistimos assim a um importante aumento da percentagem das empresas que acolhe esta recomendação, que passa de 83,3% em 2011 para 90,9% em 2012.

Em 2010, o acolhimento destas quatro últimas recomendações foi analisado conjuntamente, tendo sido observadas as seguintes percentagens de acolhimento: 81,8% para as empresas do PSI 20 e 72,7% para as outras empresas.

100%

100%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação segundo a qual os benefícios de reforma dos membros de administração, fiscalização e demais dirigentes é aprovada em assembleia geral.

90,9%

83,3%

empresas cotadas que acolhem a recomendação segundo a qual os benefícios de reforma dos membros de administração, fiscalização e demais dirigentes é aprovada em assembleia geral.

Representação na Assembleia Geral de um Membro da Comissão de Remunerações (II.1.5.6)

Para 94,7% das empresas do PSI 20 e para 87% das outras sociedades cotadas, pelo menos um representante da comissão de remunerações está presente nas assembleias gerais de accionistas.

Em 2011, as percentagens correspondentes foram de 95% no caso do PSI 20 e 75% para as restantes empresas.

Já em 2010, as mesmas percentagens eram de 95% e 78,3%, respectivamente.

94,7% 95%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre representação na assembleia geral de um membro da comissão de remunerações.

90,5% 84,1%

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre representação na assembleia geral de um membro da comissão de remunerações.

4.2.6 Conselho de Administração

Delegação de Competências (II.2.1)

A recomendação segundo a qual o Conselho de Administração deve delegar a administração quotidiana da sociedade, devendo as competências delegadas ser identificadas no Relatório Anual sobre o Governo da Sociedade, é seguida por 85,7% das empresas cotadas (83,3% em 2011 e 80,5% em 2010).

Este valor foi de 83,3% para as empresas do PSI 20 em 2012 e de 88,9% em 2011 e 2010.

83,3% 88,9%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre delegação de competências.

85,7% 83,3%

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre delegação de competências.

Não Delegação da Definição da Estratégia e das Políticas Gerais da Sociedade (II.2.2.i)

A recomendação que proíbe a delegação da definição da estratégia e das políticas gerais da sociedade é acolhida por 85,7% das empresas cotadas, tal como em 2011, e por 83,3% das empresas do PSI 20 (88,9% em 2011).

83,3% 88,9% **85,7%** 85,7%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que proíbe a delegação da definição da estratégia e das políticas gerais da sociedade.

empresas cotadas que acolhem a recomendação que proíbe a delegação da definição da estratégia e das políticas gerais da sociedade.

Não Delegação da Definição da Estrutura Empresarial do Grupo (II.2.2.ii)

Em 83,3% das empresas do PSI 20 e 90,5% de todas as sociedades cotadas, o conselho de administração não delega a definição da estrutura empresarial do grupo.

Em 2011, a percentagem de todas as sociedades cotadas que acolheu esta recomendação foi superior (92,9%). O decréscimo observado em 2012 deveu-se às empresas do PSI 20, já que a percentagem das restantes empresas que acolhe esta recomendação se manteve em 95,8%.

83,3% 88,9% **90,5%** 92,9%

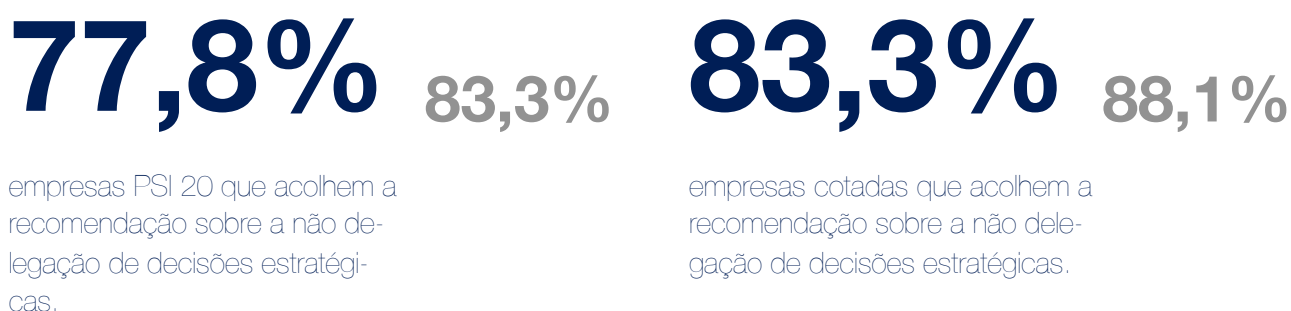
empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que proíbe a delegação da definição da estrutura empresarial do grupo.

empresas cotadas que acolhem a recomendação que proíbe a delegação da definição da estrutura empresarial do grupo.

Não Delegação de Decisões Estratégicas (II.2.2.iii)

Em 77,8% (83,3% em 2011) das empresas do PSI 20 e em 83,3% (88,1% em 2011) de todas as sociedades cotadas, o conselho de administração não delega a tomada de decisões estratégicas. Assistimos assim a uma diminuição do grau de acolhimento desta recomendação por parte de todas as cotadas.

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



Assegurar a Informação e Independência dos Membros Não Executivos (II.2.3)

Todas as empresas do PSI 20 (o mesmo em 2011 e 87,5% em 2010) e das restantes sociedades (91,7% em 2011 e 75% em 2010) acolhem a recomendação segundo a qual, caso o Presidente do Conselho de Administração exerça funções executivas, o Conselho de Administração deve encontrar mecanismos que assegurem que os membros não executivos possam decidir de forma independente e informada.



4.2.7 Comissões Especializadas

Criação de Comissões Especializadas para Avaliação do Desempenho dos Administradores Executivos (II.5.1.i)

Em 73,7% das empresas do PSI 20 e em 83,3% das restantes empresas, funcionam as comissões necessárias para assegurar uma competente e independente avaliação do desempenho dos administradores executivos. Estamos perante uma melhoria no grau de acolhimento desta recomendação face a 2011, ano em que a percentagem de cotadas que acolhia a recomendação era de 77,3%, contra os 79,1% de 2012.

73,7% 75%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que assegura a criação de comissões especializadas para avaliação do desempenho dos administradores executivos.

79,1% 77,3%

empresas cotadas que asseguram a criação de comissões especializadas para avaliação do desempenho dos administradores executivos.

Criação de Comissões Especializadas para Avaliação do Sistema de Governo (II.5.1.ii)

Em 83,7% das empresas emitentes e em 84,2% das do PSI 20 funcionam as comissões necessárias para reflectir e melhorar o sistema de governo adoptado. A percentagem das empresas cotadas que acolhe esta recomendação registou um decréscimo de 0,4 pontos percentuais, face a 2011, devido exclusivamente às empresas do PSI 20.

84,2% 85%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que assegura a criação de comissões especializadas para avaliação do sistema de governo.

83,7% 84,1%

empresas cotadas que acolhem a recomendação que assegura a criação de comissões especializadas para avaliação do sistema de governo.

Criação de Comissões Especializadas para Identificação de Candidatos a Administrador (II.5.1.iii)

Em 74,4% das empresas emitentes (dentro e fora do PSI 20), funcionam as comissões necessárias para identificar atempadamente potenciais candidatos ao desempenho de funções de administrador. O valor em causa era de 75% em 2011.

Em 2010, estes três últimos pontos foram analisados globalmente tendo sido obtidos os seguintes resultados. Em 75% das empresas emitentes (dentro e fora do PSI 20) funcionavam as comissões necessárias para assegurar a competente e independente avaliação do desempenho, melhorar o sistema de governo adoptado, e identificar potenciais candidatos ao desempenho de funções de administrador.

68,4% 75% **74,4%** 75%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que assegura a criação de comissões especializadas para identificação de candidatos a administrador.

empresas cotadas que acolhem a recomendação relativa a comissões especializadas para identificação de candidatos.

Independência e Competência dos Membros da Comissão de Remunerações (II.5.2)

A recomendação que preconiza a independência dos membros da Comissão de Remunerações face aos membros do órgão de administração, incluindo pelo menos um membro com conhecimentos e experiência em matérias de política de remuneração, é seguida por 71,1% das empresas emitentes e por apenas 64,3% das empresas do PSI 20.

Observamos, assim, um pior desempenho das empresas que integram o índice de referência do mercado português, que registam ainda uma evolução negativa face a 2011, continuando numa trajectória descendente desde 2010. Com efeito, em 2011 esta proporção era 66,7% nas empresas do PSI 20, (71,8% em 2010).

Assistimos em paralelo a uma manutenção da performance das outras empresas, isto é daquelas que não integram o PSI 20, em que esta proporção se mantém nos 75% tal como em 2011 melhorando face a 2010 em que o valor respectivo foi de 62,5%.

64,3% 66,7% **71,1%** 71,8%

empresas PSI 20 acolhem a recomendação que assegura a independência e competência dos membros da comissão de remunerações.

empresas cotadas acolhem a recomendação que assegura a independência e competência dos membros da comissão de remunerações.

Prevenção de Conflitos de Interesses (II.5.3)

A recomendação que visa prevenir conflitos de interesse na determinação das remunerações, nomeadamente estipulando que não deve ser contratado para apoiar a Comissão de Remunerações quem preste ou tenha prestado, nos últimos três anos, serviços à sociedade, é acolhida pela totalidade das empresas do PSI 20 e por 91,7% das restantes empresas.

Os números correspondentes foram em 2011, 95% no caso das empresas do PSI 20 e 91,7% para as restantes empresas. Em 2010, os mesmos valores foram 85% e 75%, respectivamente. De assinalar, portanto, uma melhoria significativa do grau de acolhimento geral desta recomendação.

100% 95%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que visa prevenir conflitos de interesse na determinação das remunerações.

95,3% 93,2%

empresas cotadas que acolhem a recomendação que visa prevenir conflitos de interesse na determinação das remunerações.

4.3 Informação e Auditoria

4.3.1 Deveres Gerais de Informação

Princípio da Igualdade dos Accionistas e Prevenção das Assimetrias no Acesso à Informação (III.1.1)

Tal como em 2011 e 2010, a totalidade das empresas do PSI 20 respeita o princípio da igualdade dos accionistas, prevenindo as assimetrias no acesso à informação por parte dos investidores, com a existência de um gabinete de apoio ao investidor.

Esta percentagem é de 95,8% para as restantes empresas cotadas, em 2010, 2011 e 2012.

100% 100%

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

97,7% 97,7%

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

Competências do Auditor Externo (III.1.4)

A recomendação relativa às competências do auditor externo é seguida por 89,5% das empresas do PSI 20 (90% em 2011 e 85% em 2010) e por 83,3% das restantes empresas cotadas (79,2% em 2011 e 62,5% em 2010).

Também aqui melhorou o grau de acolhimento por parte das outras empresas cotadas, isto é daquelas que não integram o PSI 20.

89,5% 90%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação relativa às competências do auditor externo.

86% 84,1%

empresas cotadas que acolhem a recomendação relativa às competências do auditor externo.

Limitação da Relação com o Auditor Externo (III.1.5)

A recomendação segundo a qual a sociedade não deve contratar ao auditor externo um volume significativo de serviços diversos dos serviços de auditoria, é seguida por 81,4% das empresas cotadas (89,5% no caso das empresas do PSI 20).

Em 2011, tinha sido acolhida por 77,3% das empresas cotadas (85% no caso das empresas do PSI 20). Em 2010, por sua vez, estes valores eram, respectivamente, 65,9% e 65%.

Mais uma vez, é de registar um maior acolhimento por parte de todas as empresas emittentes, assim como um forte crescimento no grau de acolhimento desta recomendação.

89,5% 85%

empresas PSI 20 acolhem a recomendação que assegura a limitação da relação com o auditor externo.

81,4% 77,3%

empresas cotadas acolhem a recomendação que assegura a limitação da relação com o auditor externo.

4.4. Alguns Comentários Finais

Em primeiro lugar, importa salientar que o grau de acolhimento das recomendações registado em 2012 é elevado, tendo melhorado relativamente a 2011.

Com efeito, 6 (14%) das 42 recomendações analisadas neste capítulo são acolhidas por todas as empresas e 38% das 42 recomendações consideradas são seguidas por mais de 90% das sociedades cotadas. Em 2011, estes números eram, respectivamente, de 9,5% e de 31%.

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

Com efeito, 13 (31%) das 42 recomendações são acolhidas pela totalidade das empresas do PSI 20 e 50% das recomendações são seguidas por mais de 90% das sociedades incluídas neste índice.

Contudo, em 2011, as percentagens correspondentes eram respectivamente de 42,8% e de 57%, o que indica que a melhoria registada a nível global se deveu às empresas que não fazem parte do índice, tendo, efectivamente, as sociedades que integram este ano o PSI 20 registado um pior desempenho.

Entre as recomendações com um grau de acolhimento mais elevado temos as referentes ao funcionamento e competências da Assembleia Geral (100% de acolhimento em duas das três recomendações consideradas), as respeitantes aos Sistemas Internos de Controlo e Gestão de Riscos (100% de acolhimento

pelas empresas do PSI 20 em três das cinco recomendações) e, entre as referentes às remunerações, aquelas que dizem respeito aos planos de atribuição de acções e à necessidade de aprovar em Assembleia Geral os benefícios de reforma dos membros dos órgãos de administração, fiscalização e demais dirigentes (100% de acolhimento pelas empresas do PSI 20 em quatro das cinco recomendações consideradas e 100% de acolhimento por todas as empresas em duas das três recomendações consideradas).

De registar, neste último caso, a significativa melhoria registada entre as empresas que não integram o PSI 20.

Enquanto que, em 2011, apenas 50% destas empresas aprovava em Assembleia Geral os benefícios de reforma dos membros dos órgãos de administração, fiscalização e demais dirigentes, em 2012, esta percentagem atinge 83,3%.

As recomendações relativas à prevenção dos conflitos de interesse e respeitantes ao princípio de igualdade dos acionistas e prevenção de assimetrias de informação estão também entre as que evidenciam um grau de acolhimento superior (100% de acolhimento pelas empresas do PSI 20).

Para as empresas fora do PSI 20, os maiores aumentos no grau de acolhimento observados dizem respeito às recomendações referentes à aprovação em Assembleia Geral dos benefícios de reforma dos membros dos órgãos de administração, fiscalização e demais

dirigentes (83,3% de acolhimento em 2012 e apenas 50% em 2011) e à aprovação em Assembleia Geral da proposta relativa aos planos de atribuição de acções, e/ou de opções de aquisição de acções (80% em 2012, contra dois terços em 2011).

Entre as recomendações com menor grau de acolhimento, salientam-se algumas relativas às remunerações.

No entanto, o grau de acolhimento observado melhorou relativamente a 2011. Com efeito, a recomendação segundo a qual não deve haver lugar a compensação na destituição sem justa causa de um administrador é apenas seguida por 52,6% das empresas do PSI 20 (45% em 2011) e por 12,5% das restantes empresas (8,3% em 2011).

A recomendação relativa ao uso de opções na remuneração foi em 2012 acolhida apenas por um terço das empresas não incluídas no PSI 20. Contudo, em 2011 esta recomendação não era acolhida por nenhuma destas empresas.

Outra área em que se observa um grau de acolhimento reduzido é a relativa aos temas de incompatibilidade e independência dos órgãos de administração e fiscalização.

Tal como em 2011 a recomendação relativa à proporção de administradores independentes é acolhida por 61,1% das empresas do PSI 20 e por apenas 25% das outras sociedades.

Constata-se, ainda, que, tal como em 2011, o acolhimento por parte das empresas que não pertencem ao PSI 20, é baixo no que respeita às recomendações respeitantes à selecção de candidatos a administradores não

executivos (29,2% de acolhimento em 2012 e 16,7% em 2011), remuneração dos administradores com funções executivas (56,5% de acolhimento em 2012 e 47,8% em 2011).

No entanto, observamos em todos estes casos significativas melhorias no grau de acolhimento relativamente a 2011.

É, ainda, importante referir que para as empresas que estão fora do PSI 20 apenas se viu o grau de acolhimento diminuir em duas recomendações.

5. Apuramento do Índice e do Rating de Governo Societário Católica Lisbon/AEM em 2011

5.1. O Índice de Governo Societário Católica Lisbon/ AEM

Nesta secção, apresenta-se e analisa-se a construção do Índice Católica Lisbon/AEM.

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

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

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

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

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

Tem-se, assim, um índice original nos seus pressupostos, que se apresenta pelo terceiro ano consecutivo e que não é directamente comparável com qualquer outro indicador de observância para o mercado de capitais português.

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

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

Deve notar-se que a alteração metodológica introduzida em 2011 no cálculo do Índice, explicada em detalhe no Relatório de 2012, não permite a comparação dos valores obtidos para 2012 e 2011 com os valores disponibilizados para 2010.

Assim, neste capítulo comparamos apenas os resultados de 2012 com os de 2011.

Na tabela seguinte, apresentam-se algumas estatísticas descritivas da distribuição do Índice Católica Lisbon/AEM em 2012, para as 43 empresas consideradas, assim como para as empresas que integram o PSI 20.

	Todas as Empresas	Empresas no PSI 20
Média	9224	9452
Variância	282585	139838
Desvio-padrão	532	374
Mediana	9380	9584
1.º Quartil	8942	9149
3.º Quartil	9640	9762
Intervalo Interquartil	698	613
Máximo	9989	9989
Mínimo	7878	8607
Intervalo de variação	2111	1382
Coeficiente de variação	6%	4%
Número de empresas	43	19

Tabela 5.1 – O Índice Católica Lisbon/AEM 2013 – Estatísticas Descritivas

Em média, o grau de acolhimento ponderado das regras de governação com correspondência internacional pelas empresas portuguesas cotadas em 2012, apurado pelo Índice, foi de 9.224, superior em 58 pontos ao do ano anterior, 2011.

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

Também para as 28 empresas associadas da AEM que integram o estudo, o grau de

acolhimento médio foi significativamente superior ao obtido para as empresas não associadas, 9.468 versus 8.768 pontos.

Quer para a totalidade das empresas cotadas, quer para as empresas do PSI 20, e tal como em 2011, a mediana registou valores superiores à média, respectivamente 9.380 e 9.584.

Isto significa que para 50% das empresas cotadas o valor do Índice foi superior a 9.380 e que, para metade das empresas do PSI 20, o Índice excedeu os 9.584 pontos.

Da comparação entre a mediana e a média constata-se que, quer para as 43 empresas consideradas, quer no subconjunto das 19 empresas do PSI 20 à data de observação, isto é a 31 de Dezembro de 2012, se verifica uma concentração das observações no lado direito da distribuição, o qual corresponde a valores mais altos.

Note-se que o mesmo é verdade para as empresas associadas da AEM que fazem parte do estudo; para estas a mediana foi de 9.578 pontos (apesar disso, note-se que de 2011 para 2012 a mediana respeitante às empresas do PSI 20 diminuiu 31 pontos, sugerindo uma diminuição da percentagem de empresas do lado direito da distribuição face ao ano anterior).

Os valores obtidos para o primeiro e terceiro quartis confirmam o resultado acima referido. Com efeito, para 75% das 43 empresas consideradas, o valor do Índice foi superior a 8.942, estando para 25% das empresas o valor do Índice acima de 9.640.

Para as empresas do PSI 20, em 75% dos casos o valor do índice ultrapassou os 9.149 pontos, e em 25% dos casos excedeu os 9.762 pontos.

Para as 28 empresas associadas da AEM, o primeiro e o terceiro quartis foram, respectivamente, de 9.316 e de 9.706.

Passando, agora, a analisar a dispersão verificada, constata-se que esta não é muito acentuada.

9989

Grau máximo de acolhimento das regras de governação com correspondência internacional alcançado pelas empresas portuguesas cotadas em 2012.

9224

Média do grau de acolhimento ponderado das regras de governação com correspondência internacional pelas empresas portuguesas cotadas em 2012.

9452

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

9468

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

Assim, em 2012, o Índice registou valores entre 7.878 e 9.989, o que revela um intervalo de variação de apenas 2.111 pontos. O desvio padrão foi de 532, o que corresponde a um coeficiente de variação de 6%.

Como se pode ver na Tabela 5.1, para as empresas do PSI 20, a dispersão é significativamente menor. O mesmo sucede para as 28 empresas associadas da AEM.

Para as empresas do PSI 20, o Índice registou valores entre 8.607 e 9.989. O desvio padrão foi de 374, o que corresponde a um coeficiente de variação de 4%. Note-se que todas as empresas do PSI 20 são associadas da AEM, pelo que os resultados para as empresas do PSI 20 e para as referidas empresas associadas são muito semelhantes.

Em termos evolutivos, face a 2011, assiste-se a uma diminuição da dispersão.

9380

Mediana do grau de acolhimento ponderado das regras de governação com correspondência internacional pelas empresas portuguesas cotadas em 2012.

9584

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

9578

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

5.2. O Rating de Governo Societário Católica Lisbon/AEM

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

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

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

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

Rating	Classes	Número de Empresas	Percentagem de Empresas
D	inferior a 6850	0	0
C	6850 - 7300	0	0
CC	7300 - 7750	0	0
B	7750 - 8200	2	4,7 %
BB	8200 - 8650	6	14,0 %
A	8650 - 9100	8	18,6 %
AA	9100 - 9550	10	23,3 %
AAA	9550 - 10000	17	39,5 %

Tabela 5.2 – O Rating de Governo Societário Católica Lisbon/AEM 2013

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

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

alçar o facto de, relativamente ao ano de 2012, nenhuma empresa cotada estar incluída nesta categoria.

Um valor de CC ou C corresponde a uma situação de sub-acolhimento das recomendações de governo societário. Tal como se pode constatar na Tabela 5.2, nenhuma empresa cabe nestas categorias.

Nas categorias BB e B, temos 18,7% das empresas e o Índice pode tomar valores entre 7.750 e 8.650. O grau de acolhimento, aqui, é considerado como médio-alto.

Para atingir um rating de A, o Índice deve exceder os 8.650 pontos, o que se observa para 81,4% das empresas cotadas.

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

Em 2012, 39,5% das empresas obtiveram essa notação, sendo esta a classe modal, isto é a classe com maior número de empresas.

Torna-se importante referir que, face a 2011, o grau de acolhimento aumentou significativamente, o que se traduz no desaparecimento de empresas com *rating* inferior a B e no aumento do número de empresas com rating igual ou superior a A.

Estas passaram de 77,3% para 81,4%.

Para uma melhor visualização da distribuição das empresas pelas classes de *rating* defi-

nidas, apresenta-se *infra* a representação gráfica correspondente.

A primeira constatação é que, tal como já evidenciado nas Tabelas 5.1 e 5.2, a percentagem de empresas que regista situações de sub-acolhimento é nula. Com efeito, não existem empresas nas classes de *rating* inferior a B.

Outro resultado significativo é que 95,3% (contra 93,2% em 2011) das empresas se encontram concentradas nas classes BB, A, AA e AAA.

De registar, ainda, o facto de nas duas classes de *rating* mais elevadas, AA e AAA, se encontrarem representadas 62,8% das empresas cotadas (contra 61,4% em 2011).

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

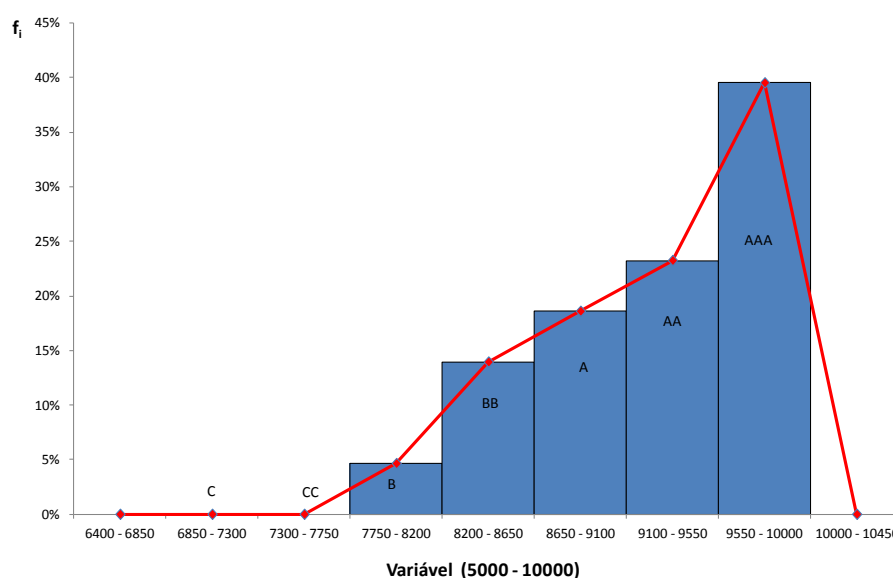


Figura 5.1 – Classes do Rating de Governo Societário Católica Lisbon/AEM 2011

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

Após uma descrição das práticas de *corporate governance* por parte das empresas incluídas no estudo e uma avaliação do nível de acolhimento das recomendações sobre o governo societário para cada uma delas, dando origem à construção do Índice e do Rating Católica Lisbon/AEM, o presente capítulo irá enunciar quais as características das sociedades que poderão explicar as diferenças no respectivo grau de acolhimento.

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

6.1. Características das Empresas

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

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

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

- capitalização bolsista, registada no mercado Euronext Lisbon a 31 de Dezembro de 2012 (este critério de dimensão é utilizado,

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

- volume de vendas (proveitos), reportado nos Relatórios Financeiros das empresas referentes ao exercício de 2012 (trata-se de um critério de dimensão utilizado por várias fontes, de que se destaca a Fortune nos seus Directories “Fortune 500” e “International Fortune 500”);

- número de empregados, reportado nos Relatórios Financeiros das empresas referentes ao exercício de 2011 (os critérios de *headcount* ou *full-time equivalent* são comumente utilizados na literatura para definir a dimensão de uma empresa).

Quanto ao sector de actividade, seguindo a literatura existente e dada a dimensão da amostra, e a sua densidade em termos de classes sectoriais, considerou-se apenas:

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

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

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

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

Para caracterizar a estrutura accionista, foi introduzida a variável *free float*. Esta variável traduz a parcela de capital representado em acções admitidas à negociação em mercado regulamentado que se encontra em circulação, ou seja, a percentagem do total de acções admitidas em bolsa que estão à disposição para livre negociação em mercado secundário. Para efeitos deste Relatório, o *free float* considerado foi o registado para cada empresa no mercado Euronext Lisbon, a 31.12.2012.

De acordo com as regras oficiais do índice PSI 20, Index Rule Book Version 11-02, publicado pela NYSE Euronext, aplicadas a partir de 1 de Junho de 2011 e que viriam a vigorar até 31 de Dezembro de 2012, "*Free float is defined as the outstanding capital less shareholdings exceeding 5%, except where such*

interests are held by a. collective investment schemes/mutual funds or b. pension funds. In addition, certain insider holdings (e.g. shares held by directors, employees, founders and family), government holdings and holdings of the company itself (including subsidiaries) are not considered free float, irrespective of the size" (pág.14).

Para medir a experiência de mercado de capitais, usou-se o número de anos em bolsa, isto é o tempo decorrente entre a data de dispersão inicial ou de oferta pública inicial de acções (IPO) de cada sociedade e o dia 31 de Dezembro de 2012.

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

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

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

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

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

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

Esta nova variável agrega duas características, a dimensão e a liquidez, de acordo com as regras oficiais de inclusão de uma sociedade no índice PSI 20 (*vide* PSI 20 Index Rule Book Version 11-02).

Assim, as 19 empresas que integram o índice de referência do mercado português a 31 de Dezembro de 2012, e que são consideradas para efeitos do presente estudo, apresentam maiores capitalizações bolsistas e níveis mais elevados de liquidez do que as restantes 24 empresas incluídas no estudo.

6.2. Resultados Econométricos

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

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

Os resultados obtidos podem ser resumidos da seguinte forma:

(i) Tal como em 2010 e em 2011, não foi detectada qualquer relação estatisticamente significativa entre o índice de acolhimento e as variáveis de dimensão consideradas, isto é, capitalização bolsista, volume de vendas e número de empregados.

(ii) Os indicadores de desempenho e rentabilidade utilizados também não explicam o grau de acolhimento das recomendações de governo societário, tal como sucedido com os dados de 2010 e 2011. Com efeito, não foram encontradas relações significativas entre o nível de acolhimento de cada sociedade e os seus respectivos indicadores de performance, medidos nas quatro variáveis acima descritas (resultado líquido, EBIT, EBITDA, leverage/capacidade de serviço da dívida). De igual modo, a variável retorno para o investidor não produziu resultados estatisticamente significativos.

(iii) Por oposição, encontra-se uma relação muito significativa em termos estatísticos entre o valor do Índice do grau de acolhimento e o facto de uma empresa pertencer

ou não ao índice PSI 20. Os resultados do estudo demonstram que uma empresa que integre o PSI 20 cumpre melhor as recomendações de governo societário, correspondendo este factor a um acréscimo de 315 pontos no valor do Índice de acolhimento individual (este valor é, contudo, inferior aos obtidos em 2010 e em 2011, que eram respectivamente de 443 e de 447 pontos).

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

(iv) Contrariamente ao verificado nos estudos dos anos anteriores, a estrutura accionista não surge como factor explicativo do grau de acolhimento individual de cada sociedade em 2012. Com efeito, não foi encontrada qualquer relação estatisticamente significativa entre a variável free-float e o índice de acolhimento de cada empresa.

(v) No entanto, a escolha do modelo de governação afecta o Índice de acolhimento das recomendações de governo societário das empresas. Os dados do estudo revelam que, tal como encontrado em 2010 e 2011, empresas que seguem o modelo anglo-saxónico tendem a acolher mais as recomendações.

(vi) Não se obteve no estudo qualquer relação estatisticamente significativa entre o Índice de acolhimento e a experiência de mercado de capitais. A distinção entre em-

presas financeiras e não-financeiras também não se revelou estatisticamente significativa. Os mesmos resultados tinham sido obtidos em 2010 e 2011.

Deve notar-se que estes resultados contrastam com os resultados obtidos anteriormente para as empresas portuguesas por Alves e Mendes (2009).

(vii) Contudo, tal como em 2011, a maioria das empresas do sector da construção tende a apresentar índices de acolhimento individuais mais baixos dos que o das empresas pertencentes a outros sectores de actividade. Tal como conjecturado, este resultado pode dever-se à maior exposição à crise económica sofrida por este sector.

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

Este resultado indica ainda que uma maior exposição ao mercado de capitais se traduz num melhor acolhimento do Código de Governo das Sociedades. Considera-se que esta é uma importante conclusão do estudo.

7. Conclusões Finais

A.

O presente Relatório retoma a metodologia de dois estudos precedentes, ao assentar numa abordagem inovatória para analisar o grau de acolhimento de recomendações constantes do Código de Governo das Sociedades, por parte das empresas emittentes de acções admitidas à negociação no mercado Euronext Lisbon, segundo os relatórios de governo societário reportados a 31 de Dezembro de 2012.

Esta metodologia mantém-se alicerçada em cinco características essenciais:

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

B.

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

C.

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

A média do Índice Católica Lisbon/AEM atinge o valor 9.224 este ano, face a 9.165 em 2011, num máximo de 10.000.

Pode, por este motivo, afirmar-se que, além de, em média, o grau de acolhimento das recomendações de governo societário por sociedades cotadas nacionais ser bastante elevado, regista-se uma melhoria de 2011 para 2012.

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

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

A aplicação desta classificação de *rating* revelou resultados consistentes com os anteriores, sendo que nenhuma das empresas analisadas se situou nas classes inferiores (D, CC e C).

Por seu turno, 81,4% das sociedades cotadas registam classificações de AAA a A. Note-se, ainda, que 39,5% obtém a classificação máxima AAA.

D.

Uma comparação das práticas seguidas pelas empresas cotadas em 2011 e 2012 com as do ano anterior, continua a revelar uma evolução positiva no grau de acolhimento de boas práticas de governo societário.

E.

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

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

F.

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

G.

Desenvolvimentos recentes dão conta de importantes implicações de política legislativa que têm vindo a ser extraídas do ciclo de Relatórios aqui continuado.

Recorde-se que, desde 2011, que é apontada uma densidade recomendatória excessiva do sistema jurídico nacional, que em muitos casos não encontra correspondência com os benchmarks internacionais.

É muito revelador, a este propósito – em implícito reconhecimento da justeza desta observação, já reiterada em anos anteriores –, que no processo de Consulta Pública n.º 2/2013 a CMVM anunciou pretender reduzir o número de recomendações constantes do seu Código de Governo das Sociedades.

É igualmente sintomático que entre as recomendações a suprimir se contem 12 recomendações às quais foi apontado por este estudo um relevo nulo, segundo o seu acolhimento em benchmarks internacionais.

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

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

Por fim, a circunstância de ter sido aprovado em 2013 um código de governo societário de iniciativa privada confirma a viabilidade de se confiar a instituições privadas o tratamento de aspectos respeitantes à governação das sociedades, o que também vale, *mutatis mutandis*, para o sistema de fiscalização do grau de acolhimento dos códigos de governo, conforme se demonstra desde a primeira edição dos Relatórios Católica Lisbon/AEM.

Estes dados documentam o relevo e a influência deste ciclo de Relatórios na conformação regulatória e recomendatória do governo de sociedades cotadas em Portugal.

Lista das Sociedades Incluídas no Estudo

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

Banco BPI, S.A.

Banco Comercial Português, S.A.

Banco Espírito Santo, S.A.

Banif – S.G.P.S., S.A.

Brisa - Auto Estradas de Portugal, S.A.

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

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

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

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

EDP - Energias de Portugal, S.A.

EDP Renováveis, S.A.

Estoril Sol – S.G.P.S., S.A.

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

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

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

Grupo Média Capital, S.G.P.S., S.A.

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

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

Imobiliária Construtora Grão Pará, S.A.

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

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

Jerónimo Martins – S.G.P.S., S.A.

Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, S.A.

Martifer – S.G.P.S., S.A.

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

Novabase – S.G.P.S., S.A.

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

Portugal Telecom, S.G.P.S., S.A.

Reditus – S.G.P.S., S.A.

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

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

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

Sociedade Comercial Orey Antunes, S.A.

Sonae – S.G.P.S., S.A.

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

Sonae Indústria, S.G.P.S., S.A.

SONAECOM – S.G.P.S., S.A.

Sumol + Compal, S.A.

Teixeira Duarte - Engenharia e Construções, S.A.

Toyota Caetano Portugal, S.A.

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

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

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

ANEXO B: Resultados da Estimação Econométrica

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

$$IND_i = \beta_1 + \beta_2 PSI + \beta_3 AS_i + \beta_4 HC1_i + e_i$$

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

O modelo acima apresentado foi estimado pelo método dos mínimos quadrados usando dados para a amostra de 43 empresas incluídas no estudo.

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

Não foi detectada a presença de heterocedasticidade. Assim apresentam-se os desvios padrão usuais.

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

Equation 1
=====

Method of estimation = Ordinary Least Squares

Dependent variable: IND
Current sample: 1 to 43
Number of observations: 43

Mean of dep. var. = 9223.78	LM het. test = 1.66329 [.197]
Std. dev. of dep. var. = 537.879	Durbin-Watson = 1.70640 [<.299]
Sum of squared residuals = 5368100	Jarque-Bera test = 1.14771 [.563]
Variance of residuals = 137643	Ramsey's RESET2 = 1.10915 [.299]
Std. error of regression = 371.003	F (zero slopes) = 16.4267 [.000]
R-squared = .558224	Schwarz B.I.C. = 320.835
Adjusted R-squared = .524241	Log likelihood = -313.312

Variable	Estimated Coefficient	Standard Error	t-statistic	P-value
C	9040.25	81.6549	110.713	[.000]
AS	400.384	129.652	3.08814	[.004]
PSI	315.071	118.855	2.65088	[.012]
HC1	-994.835	225.785	-4.40611	[.000]

Bibliografia Relevante

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Governo das Sociedades em Portugal 2013

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

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

A produção deste Relatório contou com o apoio da NYSE Euronext Lisbon

Julho de 2013

Todos os Direitos Reservados

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

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

AEM - Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado

www.emitentes.pt