

## Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas

### Introdução

O desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários tem conduzido a uma intensa reflexão sobre a estrutura e o controlo das sociedades abertas ao investimento do público. Não sendo nova, esta problemática é genericamente rotulada como relativa ao governo das sociedades (*corporate governance*) tendo conhecido uma difusão em todos os mercados internacionais, por respeitar à questão universal do aperfeiçoamento dos mecanismos de tutela dos investidores.

Por governo das sociedades quer-se referir o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direcção e do controlo das sociedades cotadas. Esta análise sobre o governo das sociedades *não procura impor modelos rígidos e uniformes*. O seu objectivo é antes o de procurar contribuir para a optimização do desempenho das sociedades e favorecer todas as pessoas cujos interesses estão envolvidos na actividade societária - investidores, credores e trabalhadores.

O governo das sociedades comporta, nessa medida, uma vertente interna e uma vertente externa: na primeira acepção, entende-se o conjunto das regras organizativas dentro de cada sociedade cotada; o controlo externo, por seu turno, reporta-se à avaliação sobre o desempenho das sociedades que é feito através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado, domínio em que a actuação dos investidores institucionais apresenta importância capital.

A internacionalização das sociedades leva a que seja importante nivelar parâmetros de segurança e de organização dos agentes dos mercados. Assim, *em virtude da globalização dos mercados, a sofrer impulso decisivo com a introdução do euro, Portugal não pode alhear-se desta problemática*.

Nesta ordem de ideias, assentando na convicção de que o sistema jurídico nacional se encontra suficientemente apetrechado com soluções que, sem empregarem esta designação, já dão resposta aos problemas ligados a esta temática, é através da apresentação de um conjunto de recomendações que o presente documento procura transpor para o contexto nacional a reflexão relativa ao governo das sociedades cotadas.

Ao visar inaugurar uma reflexão crítica, em Portugal, sobre o governo das sociedades cotadas, estas recomendações pretendem apresentar-se não só como o denominador mínimo sobre a matéria mas também como um leque de indicações adaptadas ao contexto jurídico e de mercado em Portugal. Embora o centro do problema se prenda com as sociedades com acções cotadas e com os investidores institucionais, estas recomendações podem, naturalmente, ser seguidas também por sociedades não cotadas.

Uma vez que este documento encerra um conjunto de recomendações, é fundamental a apreciação feita pelo mercado em relação ao seu acolhimento. É, aliás, o próprio mercado que constitui o principal avaliador da bondade das opções ligadas à direcção e ao controlo que são adoptadas pelas sociedades cotadas e pelos investidores institucionais. Assim, *à semelhança da prática seguida em outros mercados, recomenda-se que as sociedades com acções cotadas e os investidores institucionais incluam uma menção no seu relatório anual de gestão relativa à adopção ou grau de adopção das presentes recomendações com a respectiva fundamentação*.

Pretende-se que estas recomendações sejam entendidas como recomendações de e para o mercado. Assim, este é um documento aberto a apreciações e sugestões e, como tal, sujeito a revisões e aditamentos.

## I Divulgação de Informação

1. Deve ser divulgada informação relativa à repartição de competências entre os vários órgãos e departamentos ou divisões da sociedade no quadro do processo de decisão empresarial, nomeadamente através de organigramas ou mapas funcionais.

*Com a crescente complexidade dos processos de decisão empresarial torna-se, em regra, insuficiente uma análise formal e ritualizada da distribuição de competências entre os diversos órgãos de decisão numa sociedade. Recomenda-se que, nesta matéria central na conformação do governo das sociedades, seja divulgada informação, ainda que de forma sintética, sobre procedimentos especiais de decisão designadamente no que diz respeito a opções estratégicas da empresa.*

2. Deve ser divulgada informação sobre as funções efectivamente desempenhadas por cada um dos membros do órgão de administração e directores da sociedade bem como sobre os cargos que os mesmos desempenham em outras sociedades.

*Importa acautelar situações de conflito de interesses entre a esfera do membro do órgão de administração ou de elemento que desempenhe funções de direcção e a esfera da sociedade em causa. A lei já é sensível a esta questão, nomeadamente nos artigos 398.º e 428.º do Código das Sociedades Comerciais, visando-se, com esta recomendação, reforçar, à luz dos princípios da boa prática, a transparência na gestão das sociedades.*

3. Deve ser efectuada e divulgada, pelo menos anualmente, uma descrição do comportamento bolsista das acções.

*É recomendável que o órgão de administração apresente uma breve descrição da evolução da cotação das acções da sociedade emitente, tendo em conta os factos relevantes para o efeito, designadamente as emissões de acções ou de outros valores mobiliários que dêem direito à subscrição ou aquisição de acções, o anúncio de resultados e o pagamento de dividendos efectuado por categoria de acções com indicação do valor líquido por acção, de modo a possibilitar aos investidores a formulação de um juízo em relação ao comportamento bolsista desse ano.*

4. Deve ser divulgada informação ao público sobre a política de distribuição de dividendos correntemente adoptada pela sociedade.

*O direito aos dividendos da sociedade é um dos mais importantes a constituir-se na esfera jurídica do accionista. A lei não impõe directamente uma quantificação deste direito, limitando-se a exigir que a distribuição de menos de metade do lucro distribuível seja precedida de uma previsão nos estatutos ou de uma deliberação por uma maioria especialmente qualificada. Nessa medida, a determinação da percentagem do lucro que, em concreto, é distribuído constitui também uma manifestação da autonomia societária. Assim, para o esclarecimento da decisão de investimento accionista, é de esperar que o investidor seja informado sobre a política de distribuição de dividendos correntemente adoptada pela sociedade, ressaltando o facto de esta política de dividendos poder – e em alguns casos, dever – ser corrigida em face da conjuntura concreta que a sociedade enfrenta no momento da decisão relativa à aplicação do lucro distribuível.*

5. Os acordos parassociais relativos ao exercício de direitos sociais ou relativos à transmissibilidade de acções, quando relevantes para a organização das sociedades, devem ser comunicados ao público.

*Em todo o espaço financeiro europeu, o apuramento da situação de controlo obriga a ter em conta, não apenas a participação social, mas também os acordos parassociais celebrados em relação a direitos sociais. Os acordos parassociais relativos às sociedades abertas ao investimento do público devem por isso, de acordo com a transparência do mercado, ser objecto de divulgação na parte em que denotem alcance organizativo – exigência, aliás, consagrada expressamente através do novo Código dos Valores Mobiliários. Consideram-se nomeadamente, para este efeito, como acordos parassociais com reflexos organizativos na sociedade os sindicatos de voto e os acordos parassociais de defesa contra ofertas públicas de aquisição.*

6. Encoraja-se a utilização das novas tecnologias de informação quanto à divulgação de informação financeira e dos documentos preparatórios da reuniões das Assembleias Gerais.

*O recurso às novas tecnologias de informação, tal como a Internet, pode facilitar a preparação das reuniões das Assembleias Gerais, em benefício de uma racionalização de custos e de tempo envolvidos. As novas tecnologias apresentam-se, por isso, não apenas como um instrumento da modernização das sociedades cotadas, mas também como uma exigência decorrente da globalização dos mercados.*

7. A sociedade deve assegurar a existência de um permanente contacto com o mercado, respeitando o princípio da igualdade dos accionistas e prevenindo as assimetrias no acesso à informação por parte dos investidores. Para tal aconselha-se a criação de um gabinete de apoio ao investidor.

A criação de um gabinete de apoio ao investidor é já uma prática corrente no nosso mercado de capitais que deve ser incentivada, uma vez que esta é uma das medidas que permite a centralização de todas as questões formuladas pelos investidores e dos necessários esclarecimentos que lhes forem conferidos com a difusão dessa informação ao mercado nos casos em que tal se mostre conveniente.

## II

### Exercício do Direito de Voto e Representação de Accionistas

8. Deve ser estimulado o exercício activo do direito de voto, quer directamente, nomeadamente por correspondência, quer por representação.

*A disciplina genérica constante do Código das Sociedades Comerciais relativa ao exercício do direito de voto deixa margem a que as sociedades, nos respectivos estatutos, consagrem medidas para estimular o exercício desse direito tendentes a combater o frequente absentismo dos accionistas nas reuniões da Assembleia Geral. Na esteira dessa filosofia, o novo Código de Valores Mobiliários veio confirmar o princípio da admissibilidade de voto por correspondência em assembleias gerais das sociedades abertas e desenvolver o regime de representação de accionistas, através de solicitação de procuração, em sinal de um avanço legislativo que deve ser acompanhado pela prática societária.*

9. Os princípios da boa prática e da transparência que devem enformar o governo das sociedades aconselham a que se promova um aperfeiçoamento dos procedimentos conexos com os pedidos de representação para votar em assembleia geral. Designadamente, é fundamental, não só que o accionista disponha da informação necessária para uma correcta decisão no que toca à estipulação das instruções de sentido de voto, mas também que seja explicitada a fundamentação do sentido de voto do representante, sobretudo em casos de inexistência de instruções do representado.

*O Código das Sociedades Comerciais, através do seu artigo 381º, já acautela a posição do*

*accionista representado em Assembleia Geral em situações de solicitação de representação a um número de accionistas superior a cinco. Porém, tanto nessas situações como em todas as outras de exercício do direito de voto por representação, justifica-se uma preocupação acrescida em garantir a disponibilização de informação adequada ao accionista representado, sobretudo em casos de decisões de excepcional importância para a vida da sociedade ou de fronteira face a eventuais conflitos de interesses, por forma a permitir que o mesmo tome, de forma esclarecida, a decisão quanto ao seu sentido de voto. Assume igualmente especial relevância que o representante transmita ao accionista representado os motivos que fundamentam o seu sentido de voto, na ausência de instruções deste.*

### III

#### Investidores Institucionais

10. Os investidores institucionais devem tomar em consideração as suas responsabilidades quanto a uma utilização diligente, eficiente e crítica dos direitos inerentes aos valores mobiliários de que sejam titulares ou cuja gestão se lhes encontra confiada, nomeadamente quanto aos direitos de informação e de voto.

*Na evolução dos mercados de valores mobiliários, a autonomização do papel conferido aos investidores institucionais (designadamente, sociedades gestoras de fundos de investimento, sociedades gestoras de fundos de pensões e sociedades gestoras de patrimónios) tende claramente a acentuar-se. Além disso, estudos empíricos têm revelado que a diligência dos investidores institucionais na gestão dos direitos inerentes aos valores mobiliários sob sua administração, aliás obrigatória por lei, contribui positivamente para o desempenho das sociedades cotadas. Daí que neste contexto seja sublinhada a importância da utilização diligente, eficiente e crítica dos direitos sociais inerentes aos valores mobiliários cuja gestão está confiada aos investidores institucionais.*

11. Os investidores institucionais devem prestar informação no tocante à prática seguida quanto ao exercício do direito de voto relativamente a valores mobiliários cuja gestão lhes esteja confiada.

*É importante permitir que o mercado possa avaliar com facilidade a atitude dos investidores institucionais perante o governo das sociedades cotadas. Destaca-se o caso das sociedades gestoras de fundos de investimento, cuja utilização dos direitos inerentes aos valores mobiliários que compõem o património do fundo deve ser transparente em relação a todos os participantes do fundo.*

### IV

#### Regras Societárias

12. É recomendável o estabelecimento, ao nível da organização interna da sociedade, de regras específicas vocacionadas para regularem situações de conflito de interesses entre os membros do órgão de administração e a sociedade, bem como as principais obrigações resultantes dos deveres de diligência, lealdade e confidencialidade dos membros do órgão de administração, nomeadamente no que toca à prevenção da utilização indevida de oportunidades negociais e de bens societários.

*De forma a assegurar-se que os princípios da boa prática, por definição de aplicação universal a qualquer organização societária, tenham uma aplicação efectiva na vida das sociedades é necessário atender às especificidades da sociedade em causa (nomeadamente, dimensão da empresa, tecido accionista, experiência de gestão). Na linha de directrizes já legalmente consagradas, nomeadamente nos artigos 397º, 398º, 410º, nº 6, 428º e 437º, todos do Código das Sociedades Comerciais, pretende-se com esta recomendação incentivar o aparecimento ou aperfeiçoamento de códigos de conduta*

*e regulamentos internos que respeitem a matérias sensíveis como o conflito de interesses, o sigilo profissional ou a diligência na condução da vida da sociedade. Os procedimentos internos de controlo, além de poderem ter um impacto relevante ao nível da eficiência empresarial, surgem assim como meios privilegiados para a garantia de um governo societário transparente.*

13. As medidas que sejam adoptadas para impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição devem respeitar os interesses da sociedade e dos seus accionistas. Consideram-se nomeadamente contrárias a estes interesses as cláusulas defensivas que têm por efeito provocar automaticamente uma erosão no património da sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração, prejudicando dessa forma a livre transmissibilidade das acções e a livre apreciação pelos accionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração.

*A eficiência do mercado de controlo accionista assenta sobretudo no direito à transmissibilidade das acções, na possibilidade irrenunciável concedida ao accionista de apreciação da situação da sociedade e na responsabilização dos seus dirigentes pelos resultados obtidos. Estes princípios obrigam a distinguir as medidas defensivas benignas daquelas que ferem os direitos e as expectativas dos accionistas e do mercado em geral. É importante, por isso, condenar a adopção de certas medidas defensivas que, procurando a todo o custo conter o êxito de ofertas públicas de aquisição sem o acordo do órgão de administração, acabam por lesar os interesses dos sócios e da sociedade.*

## V

### **Estrutura e Funcionamento do Órgão de Administração**

14. O órgão de administração deve ser composto por uma pluralidade de membros que exerçam uma orientação efectiva em relação à gestão da sociedade, aos seus directores e gestores.

*É importante que o órgão de administração exerça um controlo efectivo na orientação da vida societária, reservando para si as decisões referentes às matérias relevantes. Para a prossecução desse fim, deve designadamente reunir regularmente, estar a todo o tempo devidamente informado e assegurar a supervisão sobre a gestão da sociedade.*

*Frise-se que cada órgão de administração deve equacionar o impacto do número de membros face à pretendida eficiência, tendo em consideração que um número excessivo de membros pode dificultar a coesão esperada e o contributo de cada um deles na discussão e nas tomadas de decisão. Por seu turno, a eficiência das reuniões do órgão de administração depende muito da diversidade de opiniões e da vitalidade do processo deliberativo. Para isso é conveniente que todos os membros estejam presentes, participem nas discussões e utilizem um julzo independente nas suas tomadas de posição.*

15. Encoraja-se a inclusão no órgão de administração de um ou mais membros independentes em relação aos accionistas dominantes, por forma a maximizar a prossecução dos interesses da sociedade.

*A composição do órgão de administração deve ser gizada de forma a que na gestão da sociedade não sejam somente considerados os interesses dos grupos de accionistas que detêm maior número de acções. Os membros independentes devem exercer uma influência significativa na tomada de decisões colegiais e contribuir para desenvolvimento da estratégia da sociedade, em prol da prossecução dos interesses da sociedade.*

16. Se for criada uma Comissão Executiva, a respectiva composição deve reflectir, na medida do possível, o equilíbrio existente no órgão de administração entre os administradores ligados a accionistas dominantes e os administradores independentes. À luz do princípio da transparência, o órgão de administração deve estar, a todo o tempo, devidamente informado sobre as matérias em apreciação e decisões tomadas pela Comissão Executiva.

*A criação de uma Comissão Executiva pode revelar-se um instrumento valioso no seio de organizações societárias complexas. De forma a evitar um decréscimo da influência que os membros independentes devem ter na estrutura governativa das sociedades, é aconselhável que a composição desta Comissão seja um reflexo fiel do equilíbrio existente no órgão de administração. Não obstante já se encontrar consagrada legalmente, no nº 5 do artigo 407º do Código das Sociedades Comerciais, a competência do órgão de administração para tomar deliberações sobre as matérias delegadas na Comissão Executiva bem como a sua responsabilidade pela vigilância na actuação desta Comissão, recomenda-se que as relações entre estes órgãos sejam norteadas pelo princípio da transparência e, nessa medida, sejam criados os procedimentos necessários com vista a assegurar que o órgão de administração tenha, a todo o tempo, pleno conhecimento das matérias debatidas e das decisões tomadas pela Comissão Executiva.*

17. Encoraja-se a criação pelo órgão de administração de comissões de controlo internas com atribuição de competências em matérias em que existam potenciais situações de conflito de interesses, tais como a nomeação de directores e gestores, a análise da política de remunerações e a avaliação da estrutura e governo societários.

*Em regra geral, a função destas comissões deve ser basicamente informativa e consultiva uma vez que não é suposto que as mesmas substituam o órgão de administração nas tomadas de decisão mas sim que lhe forneçam a informação, conselhos e propostas que o ajudem a desenvolver eficientemente a sua função de supervisão e a incrementar a qualidade do seu desempenho nestas matérias.*

*Não é necessária a criação de uma comissão diferente com atribuições em cada uma das matérias referidas nem que os membros que compõem cada uma das comissões sejam diferentes; contudo, não é recomendável a unificação de todas as responsabilidades numa única comissão, sob pena da eventual redução da sua eficiência por excesso de trabalho e de concentração de poder.*

Recomendações sobre o governo das Sociedades da OCDE