



UNIVERSIDADE | FACULDADE
CATÓLICA | DE DIREITO
PORTUGUESA |
ESCOLA DE LISBOA

MESTRADO EM DIREITO E GESTÃO

***COMPLY OR EXPLAIN* NOS CÓDIGOS DE
GOVERNO DAS SOCIEDADES**

Joana Cabral de Barbosa Tinoco Barreto

Orientador: Professor Paulo Câmara

Abril de 2012

ÍNDICE:

1.	Enquadramento.....	4
	1.1 Introdução.....	5
	1.2 Conteúdo e funções.....	8
	1.3 Eficácia.....	12
2.	Observância dos códigos: <i>comply or explain</i>	15
	2.1 Observância e a sua facultatividade.....	16
	2.2 Explain - a qualidade da informação.....	24
3.	A situação em Portugal.....	28
	3.1 Código de governo da CMVM e o Regulamento nº1/2010 da CMVM.....	30
	3.5 Liberdade formal mas prisão material (o mesmo nível de protecção e as mesmas matérias).....	31
4.	Supervisão e controlo.....	31
	4.1 Razões para o incumprimento do dever de informação.....	32
	4.2 Vantagens da declaração relativa à governação societária.....	32
	4.3 Supervisão.....	33
	4.3.1 Entidades reguladoras do mercado.....	33

4.3.2 Vantagens e desvantagens do relatório relativo à governação das sociedades.....	37
4.4 Accionistas.....	38
4.4.1 “Proprietários ausentes das suas terras”.....	38
4.4.2 Poder dos accionistas.....	39
4.4.3 Reduzida participação.....	40
4.4.4 Matérias que exigem uma maior atenção dos accionistas.....	41
4.4.5 Medidas de incentivo a uma maior participação dos investidores.....	42
4.5 Garantir o efectivo funcionamento da técnica de <i>comply or explain</i>	43
5. Conclusão.....	45
6. Referências bibliográficas.....	51

1. Enquadramento

A globalização da economia mundial levou a uma abertura dos mercados de capitais nacionais aos investidores internacionais. De modo a protegerem os seus interesses e beneficiarem de economias de escala, os investidores internacionais passaram a exigir melhores e mais uniformizadas práticas de governação societária. Além disso, em vários países sucederam-se escândalos de corporate governance que puseram em causa a confiança pública na responsabilização das sociedades. Consequentemente, verificam-se apelos internacionais e nacionais com vista a estruturas e práticas governativas mais sólidas¹. Com vista às mesmas surgem os códigos de governação societária auxiliados pela técnica de *comply or explain*².

O princípio de *comply or explain*³ veio estimular as sociedades cotadas a procurar e experimentar na sua vida prática, as práticas governativas que melhor se adequam às suas especificidades. A técnica de *comply or explain*⁴ incentiva a uma contínua melhoria das práticas governativas, mesmo que frequentemente essa melhoria passe por práticas alternativas às comumente recomendadas e adoptadas.

No entanto, frequentemente as sociedades esvaziam a técnica de *comply or explain*⁵ da sua eficácia, quer através do não cumprimento do dever de explicar as inobservâncias, quer quando, explicando as inobservâncias, as mesmas são desprovidas de valor informativo, suficiente detalhe e veracidade. Portanto,

¹ AGUILERA, RUTH, CUERVO-CUZARRA, KIM, SOYOUNG, *Taking Stock of Research on Codes of Good Governance*, University of Illinois at Urbana-Champaign - Department of Business Administration, University of South Carolina - Department of International Business, (February 15, 2008), pg. 2. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1773087;

² *Cfr. infra*, 2;

³ *Cfr. infra*, 2;

⁴ *Cfr. infra*, 2;

⁵ *Cfr. infra*, 2;

afigura-se da maior importância, a criação de métodos que assegurem uma plena eficácia da técnica de *comply or explain*⁶.

1.1 Introdução

Ao lado das fontes legislativas e regulamentares, uma das fontes reguladoras do governo societário são os códigos de governo das sociedades. Os mesmos fazem parte da chamada *soft law*, ou seja, das normas sociais que não comportam qualquer sanção jurídica. Como tal, contrastam com iniciativas de promover melhores práticas de governação societária através da lei (exemplo do “U.S Sarbanes-Oxley Act de 2002” e até de várias normas constantes do Código das Sociedades Comerciais português)⁷.

Em sentido amplo, os códigos de governo das sociedades são “conjuntos sistematizados de normas de natureza recomendatória respeitantes ao bom governo das sociedades”⁸.

Os códigos de governo de sociedades enumeram um conjunto de práticas desejáveis e, portanto, não injuntivas ou coercíveis. As mesmas não têm de ser emitidas por uma autoridade pública, havendo mesmo sido elaborados códigos sem qualquer contributo académico.⁹ No entanto, a CMVM, através do

⁶ DAVIES, PAUL, HOPT KLAUS, FERRARINI GUIDO, PIETRANCOSTA, ALIAN, SKOG ROLF, SOLTYSINSKI, STANISLAW, WINTER JAAP, WYMEERSCH, EDDY, *Response to the European Commission’s Green Paper “The EU Corporate Governance Framework*, (22 de Julho de 2011), pg. 22 a 24 e *cfr. infra*, 2;

⁷ CÂMARA, Paulo; Códigos de Governo das Sociedades, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º15 (Dezembro de 2002), pg.65;

⁸ *Ibidis*;

⁹ WYMEERSCH, Eddy; *Enforcement of Corporate Governance Codes*; European Corporate Governance Institute, (Junho de 2005), pg.2. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=759364

Regulamento n.º 1/2010, veio impor que qualquer código de governo societário tenha de ser emitido por “por instituição que reconhecidamente congregue especialistas em assuntos de governo das sociedades, e que funcione com independência relativamente a quaisquer interesses particulares”.

Os códigos de governo complementam a lei¹⁰ e à mesma estão hierarquicamente subordinados, como tal, não pode haver uma colisão entre os dois. É a lei que contém os princípios que vão ser desenvolvidos pelos códigos de governo e não o contrário.

No que diz respeito à relação entre os códigos de governo e a lei, Paul Coombes e Simon Chiu-Yin Wong, consideram que esta devia fazer uso da sua relação de colaboração com os códigos de governo. A lei e os regulamentos deviam estabelecer requisitos mínimos quanto aos relatórios financeiros, à auditoria e, à frequência e assuntos a debater nas assembleias de accionistas, enquanto que, os códigos de governo, encorajariam estas e outras práticas.¹¹ A grande vantagem e contributo dos códigos de governo traduz-se no seu carácter auto-regulador que permite atender às diferenças entre as várias empresas¹².

É importante ter em consideração quais os factores que devem determinar a escolha entre a lei e os códigos de governo para a regulação da governação societária.

Se num determinado país o risco de haver problemas da governação societária é superior e os mesmos geram um tremendo impacto na confiança dos investidores, então aí justifica-se a opção pela legislação. Este é o caso dos

¹⁰COOMBES, Paul; CHIU-YIN WONG, Simon; *Why codes of governance work*; pg.51 e 52, London, (2004). Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=897422

¹¹ Ibidis

¹² RISKMETRICS GROUP, BUSINESS EUROPE, ECODA, LANDWELL AND PRICEWATERHOUSECOOPERS, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, (23 September 2009), pg. 151;

E.U.A¹³. Também nos países em desenvolvimento e economias emergentes aconselha-se o recurso à legislação. Como estes países precisam de investimento estrangeiro para o seu desenvolvimento económico, a governação societária é essencial para essa atracção¹⁴. Há que ter em conta que, os países em desenvolvimento enfrentam dificuldades em implementar com sucesso os códigos por causa dos seus fracos sistemas institucionais, da inexistência ou incompleta reforma do seu sistema legal, obscuridade do ambiente de auditoria, ineficácia do sistema de informação e elevada concentração accionista¹⁵. Os próprios empresários que actuam nas economias emergentes defendem a necessidade de haver grandes reformas do sistema legal e na aplicação da lei antes da implementação voluntária dos códigos de governo¹⁶.

¹³ MAASSEN, G.F., VAN DEN BOSCH, F.A.J., VOLBERDA, H., *The Importance of Disclosure in Corporate Governance Self-regulation across Europe: A review of the Winter Report and The EU Action Plan*, *International Journal of Disclosure and Governance*, (2004), pg.146-159; AGUILERA, RUTH, CUERVO-CUZARRA, KIM, SOYOUNG, *Taking Stock of Research on Codes of Good Governance*, cit., pg. 11 e 12;

¹⁴ KRAMBIA-KAPARDIS, M., PASAROS, J., *The Implementation of Corporate Governance Principles in an Emerging Economy: A critique of the situation in Cyprus*, *Corporate Governance: An International Review*, (2006), pg.126-139; OKIKE, E. N. M., *Corporate Governance in Nigéria: The statuos quo*. *Corporate Governance: An International Review*, (2007), 173-193; REAZ, M. and HOSSAIN, M., *Corporate Governance around the World: An Investigation*, *Journal of American Academy of Dusiness*, Cambridge, (2007), pg.169-175; AGUILERA, RUTH, CUERVO-CUZARRA, KIM, SOYOUNG, *Taking Stock of Research on Codes of Good Governance*, cit., pg. 11 e 12;

¹⁵ REAZ, M. and HOSSAIN, M., *Corporate Governance around the World: An Investigation*, *Journal of American Academy of Dusiness*, Cambridge, (2007), pg. 169-175; AGUILERA, RUTH, CUERVO-CUZARRA, KIM, SOYOUNG, *Taking Stock of Research on Codes of Good Governance*, cit., pg. 11 e 12;

¹⁶ BOBIRCA, A. AND MICLAUS, P., *Corporate Governance in Transition*

Contrariamente, em outros países (tal é o caso de vários Estados-membros da União Europeia) a não observância das directrizes dos códigos não gera as consequências dramáticas que a inobservância, por exemplo, nos E.U.A gera e, portanto, nesses países não se parece justificar a opção pela lei, podendo mesmo haver uma maior motivação das empresas em observar os códigos de governo já que sentem pressões de legitimação dentro da sua área ou indústria¹⁷.

Apesar do enorme sucesso dos códigos de governo na promoção da mudança, a verdade é que, os mesmos, também foram responsáveis pelo surgimento de obstáculos para si próprios. De seguida apresentamos um deles.

Como os códigos de governo têm melhorado a governação societária, muitos dos seus autores têm tido o impulso de querer aumentar o seu âmbito de aplicação e o detalhe das suas recomendações. Por exemplo, no Reino Unido, em 2003, as recomendações do Código Combinado (o sucessor do Código Cadbury) aumentaram de 45 para 82 com a revisão Higgs¹⁸, sendo que algumas das propostas não tiveram grande apoio dentro do Reino Unido. Estas recomendações correm o risco de serem ignoradas e de minar a credibilidade do código.

Economies: Measurement and Implications, Journal of American Academy of Business, Cambridge, (2008), pg.177-184; AGUILERA, RUTH, CUERVO-CUZARRA, KIM, SOYOUNG, *Taking Stock of Research on Codes of Good Governance*, cit., 11 e 12;

¹⁷ AGUILERA, RUTH, CUERVO-CUZARRA, KIM, SOYOUNG, *Taking Stock of Research on Codes of Good Governance*, cit., pg. 11 e 12; MAASSEN, G.F., VAN DEN BOSCH, F.A.J., VOLBERDA, H., *The Importance of Disclosure in Corporate Governance Self-regulation across Europe: A review of the Winter Report and The EU Action Plan*, cit., pg.146-159,

¹⁸ DRAGOMIR, VOICU D.; *Issues of Legitimacy and Accountability Affecting Corporate Governance Codes*; Academy of Economic Studies of Bucharest, Romania, (2008), pg. 3-5. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1085393

1.2 Conteúdo e funções

Relativamente ao conteúdo, há a dizer que os códigos de governo societário traduzem-se em recomendações gerais de comportamentos sobretudo para os titulares dos órgãos de administração mas também para todos os outros actores do governo societário (outros titulares dos órgãos sociais, auditores e sócios).

Em Portugal, o único código de governo societário existente até ao momento, o código de governo das sociedades da CMVM de 2010, reúne um conjunto de recomendações que se aplicam com base no princípio de *comply or explain*¹⁹ (*cfr. infra*, 2). As mesmas estão divididas nos seguintes quatro capítulos:

- Capítulo I: Assembleia Geral
- Capítulo II: Órgãos de Administração e Fiscalização
- Capítulo III: Informação e Auditoria
- Capítulo IV: Conflitos de interesses

As práticas de governação societária variam de país para país, reflectindo os factores específicos de cada país, como a cultura, a economia nacional e a configuração institucional²⁰. Apesar disso, os códigos de governação societária contêm alguns princípios universais, que são comuns à maioria dos países. Os

¹⁹ Regulamento da CMVM n.º 1/2010 sobre o Governo das Sociedades Cotadas, artigo 1.º, n.º 1 e Anexo 1 do referido Regulamento que se refere ao Esquema de Relatório sobre o Governo das Sociedades;

²⁰ FERNÁNDEZ-FERNANDÉZ, J., *Ethics and the Board of Directors in Spain: The Olivencia Code of Good Governance*, *Journal of Business Ethics*, (1999), pg.233-247; AGUILERA, RUTH, CUERVO-CUZARRA, KIM, SOYOUNG, *Taking Stock of Research on Codes of Good Governance*, cit., pg. 8, O'SHEA, N., *Governance How we've got where we are and what's next*, *Accountancy Ireland*, (2005), pg.33-37;

mesmos abrangem seis áreas de prática governativa: **a determinação do número de administradores executivos e não executivos, assim como de administradores não executivos independentes** (veja-se o ponto II.1.2 do Código de Governo das Sociedades da CMVM 2010 relativo a Incompatibilidades e Independência); **a clara divisão entre a responsabilidades do “chairman” e do CEO** (veja-se o ponto II.2. do Código de Governo das Sociedades da CMVM 2010 relativo ao Conselho de Administração); **a exigência de facultar periodicamente informação de qualidade aos accionistas** (veja-se o ponto I.5. relativo às Actas e Informação sobre Deliberações Adoptadas, o ponto II.1.1.5. relativo à Estrutura e Competência dos Órgãos de Administração e Fiscalização, o ponto II.1.4.2. relativo à política de comunicação de irregularidades, o ponto II.1.5.7., o ponto II.1.5.2., o ponto II.1.5.3., e o ponto II.1.5.7., relativos à remuneração, o ponto II.2.1, o ponto II.2.3., o ponto II.2.4. e o ponto II.2.5., relativos ao Conselho de Administração, o ponto II.4.2., o ponto II.4.3. relativos ao Conselho Geral e De Supervisão, Comissão para as Matérias Financeiras, Comissão de Auditoria e Conselho Fiscal e o ponto III.1.2. relativo aos Deveres Gerais de Informação; **a existência de procedimentos formais transparentes para a nomeação de novos administradores** (veja-se o ponto II.1.3.2. do Código de Governo das Sociedades da CMVM 2010 relativo à Elegibilidade e Nomeação); **a elaboração de relatórios financeiros claros** (veja-se a alínea e) do ponto III.1.2 relativo aos Deveres Gerais de Informação e o ponto II.1.1.4 relativo à Estrutura e Competência dos Órgãos de Administração e Fiscalização, os pontos II.4.2. e II.4.3. que se referem ao Conselho Geral e de Supervisão, Comissão para as Matérias Financeiras, Comissão de Auditoria e Conselho Fiscal, o ponto II.1.5.7. relativo à Remuneração, os pontos II.2.4. e II.2.5. relativos ao Conselho de Administração, do Código de Governo das Sociedades da CMVM 2010) ; e **a manutenção de um bom sistema de controlo interno** (veja-se o ponto II.1.1. relativo à estrutura e competência dos órgãos de administração e fiscalização e o ponto II.1.2 relativo a incompatibilidades e independência, o ponto II.1.3 relativo à Elegibilidade e Nomeação, o ponto II.1.4 relativo à Política de Comunicação de Irregularidades e o ponto IV.1.2. relativo aos Conflitos de Interesses nas

Relações com os Accionistas, do Código de Governo das Sociedades da CMVM 2010).

Quando os códigos de governo conseguem imiscuir-se na esfera social, adequar o seu conteúdo material às exigências do tráfego e atender à estabilidade temporal das recomendações que prevêem, então têm a aptidão para cumprir todas as suas funções. De seguida passamos a enumerá-las²¹.

Regra geral, nos países membros da UE, por determinação da Directiva 2006/46/EC, os códigos de governo societário são auxiliados na sua eficácia pelo mecanismo do *comply or explain* (cfr. infra, 2). Vários são os meios utilizados para a implementação desse mecanismo: previsão no próprio código de governação societária, previsão em regras legais ou regulamentares e prescrição pelas regras das bolsas de valores locais²². Em Portugal, esse dever de informar sobre o acatamento das disposições do código de governo societário (independentemente de ser o emitido pela CMVM ou código equivalente emitido por outra(s) entidade(s)) consta do Artigo 2.º relativo à comunicação e divulgação de informação sobre a estrutura e as práticas de governo das sociedades e ainda do Anexo I do referido Regulamento, que é parte integrante do mesmo.

Os códigos de governação societária conduzem a uma governação óptima das sociedades e previnem que os titulares dos órgãos de administração e controlo das mesmas actuem irregular e ilicitamente no desempenho das suas funções. Tal é conseguido através da publicação daquelas que são consideradas as boas práticas de governo societário, incentivando assim a sociedade e o mercado a exercerem a sua pressão sobre os actores societários²³. Estes acabam por sentir-se compelidos a seguir o conjunto de orientações governativas previstas nos códigos.

²¹ CÂMARA, Paulo; *Códigos de Governo das Sociedades*, cit., pg.76-80;

²² RISKMETRICS GROUP, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, cit., pg. 24;

²³ WYMEERSCH, EDDY; *Enforcement of Corporate Governance Codes*, cit.,pg. 20-21;

Do ponto de vista económico, a adesão às recomendações do código de governo é essencial para reduzir o risco das empresas e levar os investidores a pagar um prémio superior pelas acções por considerarem que as empresas estão a ser bem governadas. Assim sendo, as empresas passam a ter um valor de mercado superior²⁴.

Os códigos de governo geram o debate social acerca das questões relacionadas com a governação das sociedades e incentivam os agentes de mercado a tecer opiniões acerca do mérito do governo levado a cabo pela Administração. Isto leva as empresas a estarem sujeitas a um constante escrutínio social que conduz a uma maior preocupação e focalização no seu bom governo.²⁵

Os códigos de governo das sociedades são um excelente instrumento para experimentar na prática a viabilidade de uma eventual futura medida legislativa, nomeadamente em novas áreas por regular. Eles são também um excelente auxílio na interpretação de leis. Os mesmos permitem desenvolver e concretizar as normas jurídicas ou os seus conceitos indeterminados. No entanto, no que toca à integração de lacunas, há que ver que, não é possível segundo o Direito Português, aplicar analogicamente as normas dos códigos de governo societários, já que, as mesmas não são jurídicas. Como tal, só resta a possibilidade de tais normas inspirarem a criação da norma que o intérprete criaria se houvesse de legislar dentro do espírito do sistema, de modo a integrar a lacuna (aplicação do

²⁴ NORDBERG, DONALD; *Corporate Governance, Principles and Issues*, SAGE Publishing, London/Los Angeles; (2011), pg. 93-114, WYMEERSCH, Eddy; *Enforcement of Corporate Governance Codes*; European Corporate Governance Institute; (Junho de 2005); pg. 11-16. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=759364

COOMBES, PAUL; CHIU-YIN WONG, SIMON, cit., pg49-51;

²⁵ COOMBES, PAUL; CHIU-YIN WONG, SIMON; *Why codes of governance work*, cit., pg. 50 e 51;

artigo 10.º do CC a todo o Direito Privado português). Esta função decorre da complementaridade do código de governo das sociedades face à lei.²⁶

1.3 Eficácia

Uma importante tendência que se tem verificado é o aumento da observância dos códigos, apesar da voluntariedade da sua adopção.

O mercado de capitais tende a considerar as recomendações previstas no código de governo como ótimas para o governo das empresas, já que geradoras de valor. Se as mesmas são ignoradas sem qualquer justificação, os investidores retraem o seu investimento nessas sociedades e conseqüentemente a cotação das suas acções tende a descer. Assim sendo, a pressão que os investidores exercem sobre as empresas levam-nas a observar as recomendações ou a justificar devidamente o seu não acatamento. É portanto o mecanismo do *comply or explain* (*cf.* infra, 2) que confere eficácia aos códigos de governo. Sem o mesmo, o mercado não podia aferir da boa governação e, por conseguinte, influenciar, através da sua decisão de investimento, as opções tomadas pelas sociedades.²⁷

O livre acatamento das recomendações visa criar ou manter uma reputação de bom governo, atraindo ou mantendo assim os investimentos realizados na empresa. No entanto, não são estas as únicas razões para o cumprimento. Os gestores das sociedades também querem manter ou aumentar a sua valorização profissional, através de uma reputação completamente dissociada de práticas irregulares ou menos éticas, já que as mesmas tendem a ser amplamente divulgadas e enfatizadas pela comunicação social.

²⁶CÂMARA, PAULO; *Códigos de Governo das Sociedades*, cit., pg.76-80;

²⁷ WYMEERSCH, EDDY; *Enforcement of Corporate Governance Codes*, cit., pg 20-21;

Os gestores também consideram que adoptar as recomendações com vista aquilo que é considerado uma boa governação, segundo os códigos de governo, dá uma vantagem competitiva à empresa face aos seus concorrentes. Eles consideram que é um factor atractivo dos investidores institucionais mais activos no mercado.

Por fim, também as novas ideias de responsabilidade social e moral das empresas é motivo de adesão às recomendações dos códigos de governo.

Muitos criticam os códigos de governo por considerarem que a falta de coercibilidade das suas disposições, gera a inutilidade e ineficácia das mesmas; por acharem que a existência de vários códigos de governo cultiva diferentes expectativas por parte dos investidores; por considerarem que muitas vezes a falta de controlo acerca da veracidade da notícia de observância gera um acatamento meramente formal e não material²⁸, com fins meramente de marketing e; por fim, consideram que as recomendações pecam por serem desprovidas de certeza jurídica.²⁹

Em resposta a estas perspectivas há que referir primeiramente que, tal como já explicamos, o duplo dever de informação, por si só, assegura uma larga eficácia das recomendações; em segundo lugar, a lei e os regulamentos é que são responsáveis por regular as novas matérias governativas, os códigos de governo mais não fazem do que incentivar essas práticas. O seu carácter é meramente complementar, não tendo a pretensão de substituir a lei³⁰. Em terceiro lugar, a lei impõe a completude e veracidade da informação, podendo o incumprimento deste dever dar lugar a responsabilidade civil e contra-ordenacional; em quarto, a

²⁸ WYMEERSCH, EDDY; *Enforcement of Corporate Governance Codes*, cit., pg. 5 e COMISSÃO EUROPEIA, *Green Paper, The EU corporate governance framework*, Brussels, (2011), pg. 18 e 19; CÂMARA, PAULO, *Códigos de Governo das Sociedades*, cit., pg.84;

²⁹ CÂMARA, PAULO, *Códigos de Governo das Sociedades*, cit., pg.83-85;

³⁰ COOMBES, Paul; CHIU-YIN WONG, Simon; *Why codes of governance work*, cit., pg.51-52;

lei cada vez mais prevê mecanismos para fiscalizar o cumprimento material e; por fim, havendo lei a regular o governo, apenas complementada pelos códigos, a certeza jurídica é salvaguardada.

Claro que a eficácia dos códigos de governo pode ser posta em causa quando o mercado não adopta uma actividade de efectivo escrutínio da observância dos códigos de governo e do cumprimento do dever de *comply or explain* (cfr. infra, 2). Se não existe esse escrutínio, também acaba por não haver a penalização da inobservância injustificada das disposições do código de governo, com a descida do preço das acções. Além disso, acresce o problema da importância superior que é conferida à performance financeira. Em regra, a mesma é considerada pelo mercado como uma desculpa justificável para a inobservância³¹. Como tal, afigura-se de maior importância o desenvolvimento de estudos rigorosos e exaustivos que comprovem do ponto de vista fáctico o sucesso no desempenho económico da empresa a longo prazo da adopção das recomendações³². Se isso acontecer, deixa de valer uma das justificações mais utilizadas para a inobservância dos códigos.

Na maioria dos Estados-Membros da UE, é elevada a eficácia dos códigos de governação societária a atingir os seus objectivos iniciais. No geral, o grau de eficácia do código de governo da CMVM está dentro da média europeia, o que é um excelente sinal.

No entanto, em regra, códigos de governação societária europeus são menos eficazes a atingir objectivos ligados à criação de riqueza, por exemplo, uma melhor posição competitiva no mercado, a criação de valor a longo prazo, um

³¹ MACNEIL, I., LI, X., *Comply or Explain”: Market discipline and non-compliance with the Combined Code*, cit., pg.486-496;

³² AGUILERA, RUTH, CUERVO-CUZARRA, KIM, SOYOUNG, *Taking Stock of Research on Codes of Good Governance*, cit., pg. 12-14, MACNEIL, I. AND X., *Comply or explain”: Market discipline and non-compliance with the Combined Code*, cit., pg. 486-496;

baixo custo de financiamento externo e investimento estrangeiro³³.

2. Observância dos códigos: *comply or explain*

2.1 Observância e a sua facultatividade

Como já foi exposto na introdução da presente tese, à regulação do governo societário através dos códigos de governo, contrapõe-se a regulação do governo societário através da lei e regulamentos. Nos E.U.A houve uma opção por esta última resposta com o “Sarbanes-Oxley Act” de 2002. O mesmo foi considerado a melhor solução para os inúmeros escândalos financeiros que atingiram os mercados financeiros dos E.U.A, de modo a prevenir mais falhas de governação societária³⁴. As regras que constam do “Sarbanes-Oxley Act” são compulsórias, e não existe qualquer alternativa ao cumprimento das mesmas³⁵. As regras do “New York Stock Exchange obrigam a que os CEO e CFO certifiquem trimestral e anualmente que cumpriram a lei³⁶. A ideia por de trás deste meio de regulação

³³ RISKMETRICS GROUP, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, cit., pg. 151;

³⁴ MAASSEN, G.F., VAN DEN BOSCH, F.A.J., VOLBERDA, H., *The Importance of Disclosure in Corporate Governance Self-regulation across Europe: A review of the Winter Report and The EU Action Plan*, cit., 146-159;

³⁵ MACNEIL, I., LI, X., *Comply or Explain”: Market discipline and non-compliance with the Combined Code*, cit., pg.486-496;

³⁶ O’SHEA, N., *Governance How we’ve got where we are and what’s next*, Accountancy Ireland, (2005), pg. 33-37; BALGOBIN, R.N.S., *Global*

do governo societário é a de que a única maneira de prevenir futuras falhas de mercado devastadoras como foi a do caso Enron, será através de normas imperativas e não através de normas recomendatórias que tendem a conceder um espaço ilimitado de auto-regulação às empresas³⁷.

Já os códigos de governo societário assentam na ideia de voluntariedade na sua adopção, ou seja, as empresas não estão obrigadas a observar o código. Esta ideia foi introduzida em 1992 com o “U.K. Cadbury Report” que veio a influenciar os códigos europeus que se lhe seguiram entre 1990 e 2000³⁸.

O “Relatório Cadbury” veio introduzir pela primeira vez a famosa ideia do *comply or explain*. O mesmo recomendava que as sociedades cotadas declarassem no seu relatório anual quais as áreas em que seguiam o relatório e quais aquelas em que dele se afastavam. Neste último caso, recomendava-se a indicação das razões de inobservância das directrizes³⁹. Mais tarde, a Bolsa de Londres obrigava à publicação da declaração sobre obediência às recomendações

Governance Practice: The Impact of Measures Taken to Restore Trust in Corporate Governance Practice Internationally, ICFAI Journal of Corporate Governance, (2008), pg. 7-21;

³⁷ TAYLOR, B., *Corporate Governance: The Crisis, Investors' Losses and the Decline in Public Trust*, *Corporate Governance*, (2003), pg. 155-163; MACNEIL, I., LI, X., *Comply or Explain? Market discipline and non-compliance with the Combined Code*, cit., pg. 486-496;

³⁸ O'SHEA, N., *Governance How we've got where we are and what's next*, cit., pg. 33-37 AGUILERA, RUTH, CUERVO-CUZARRA, KIM, SOYOUNG, *Taking Stock of Research on Codes of Good Governance*, cit., pg. 3 e 4;

³⁹ CÂMARA, PAULO; *Códigos de Governo das Sociedades*, cit., pg. 70-71; Report of the Committee on The Financial Aspects of Corporate Governance., cit., London, (1 de Dezembro de 1992), pg. 16-20. Disponível em: <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>

do Código, de modo às empresas serem admitidas na Bolsa⁴⁰.

Inicialmente, diversos códigos, influenciados pelo Código Combinado do Reino Unido (2003) são *complementados por normas injuntivas que obrigam à prestação de informação sobre a sua observância*⁴¹. Mais tarde, ao nível da União Europeia, é a Directiva 2006/46/EC que determina a aplicação vinculativa do mecanismo do *comply or explain* em todos os Estados-Membros da União Europeia.

O dever de *comply or explain (disclose if you comply with the code or explain why you don't)* tem raízes no Relatório Cadbury mas é no Código Combinado que se institui enquanto dever legal de informação. Este processo verificou-se através de uma integração harmónica do Código Combinado (que sistematizou o conteúdo dos três anteriores códigos britânicos Relatório Cadbury, o Relatório Greenbury e o Relatório Hampel), com as regras de admissão bolsistas que exigiam a declaração de obediência, com vista a assegurar-lhes eficácia⁴².

O princípio de *comply or explain* é utilizado na maioria dos códigos de governo do mundo e traduz-se na ideia de que, ou a empresa observa integralmente o código e declara-o, ou explica porque não o acolheu integralmente⁴³. Em ambos os casos há um dever de informação; por um lado o dever de dar a conhecer o grau de observância das recomendações constantes do

⁴⁰ *Ibidis* e Listing Rules da London Stock Exchange, 12.43 (j).

⁴¹ CÂMARA, PAULO; *Códigos de Governo das Sociedades*, cit., pg. 70-71

⁴² *Ibidis*;

⁴³ MALLIN, CHRISTINE, *Corporate Governance*, Oxford University Press, (2007), pg.20; BIRKMOSE, HANNE, NEVILLE, METTE, SORENSEN, KARSTEN, ENGSIG, *The European Financial Market in Transition*, Kluwer Law International, (2011), pg. 91 e 92;

código e, por outro, quanto às normas que não são observadas, o dever de indicar publicamente os fundamentos para a inobservância. Assim sendo, o fornecimento da informação não é uma alternativa ao acolhimento do código⁴⁴. Mesmo quando o código é observado na sua integralidade as sociedades devem prestar informação de tal facto. Desta forma os investidores passam a possuir informação detalhada sobre a inobservância de qualquer disposição, podendo julgar se a mesmo é justificável⁴⁵.

O princípio do *comply or explain* assenta na ideia de que para algumas sociedades pode não fazer sentido o acolhimento integral do código de governo aplicável. Pelo que a melhor solução nessas sociedades passará pela auto-regulação atendendo ao diferente tamanho, estrutura, e características organizacionais da mesma⁴⁶.

O princípio do *comply or explain* oferece às sociedades suficiente flexibilidade para estas implementarem uma estrutura de governação societária adequada às suas características particulares. Apesar de em Portugal se considerar que é reduzida a flexibilidade proporcionada pelo princípio⁴⁷, a verdade é que os administradores percebem-no como oferecedor de mais flexibilidade do que a regulação legal. Esta percepção resulta do facto deste princípio ter em conta situações específicas de cada sociedade, permitindo que sempre que a aplicação das recomendações se revele inadequada, as sociedades possam não aplicá-las. Sendo que os accionistas são tolerantes às inobservâncias desde que devidamente

⁴⁴ *Ibidis*;

⁴⁵ MALLIN, CHRISTINE, *Corporate Governance*, cit., pg. 20;

⁴⁶ MACNEIL, I., LI, X., *Comply or Explain”: Market discipline and non-compliance with the Combined Code*, cit., pg. 486-496; AGUILERA, RUTH, CUERVO-CUZARRA, KIM, SOYOUNG, *Taking Stock of Research on Codes of Good Governance*, cit., pg. 10;

⁴⁷ RISKMETRICS GROUP, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, cit. pg. 142;

justificadas⁴⁸.

No Ante-Projecto do Código de Governo das Sociedades de 2009 do Instituto Público de Corporate Governance é referido que “não existem soluções únicas de bom governo, nem soluções que possam adaptar-se de forma perfeita às estruturas e idiossincrasias de cada empresa. Não, pode, pois, fazer-se um Código de Bom Governo que se ajuste completamente à realidade de cada um dos destinatários”⁴⁹. No mesmo ante-projecto, um pouco mais à frente pode ler-se, “Um Código de Bom Governo não é uma lista de matérias a cumprir em qualquer circunstância por todas as empresas, e como tal não deve ser lido nem usado como se de uma «*one-size-fits-all governance checklist*» se tratasse. Na leitura, na aplicação e na apreciação do cumprimento do presente Código deve, pois, privilegiar-se os princípios aos meios devendo estes ser adaptados à realidade de cada situação em causa”⁵⁰.

A segunda lógica por detrás do mecanismo do *comply or explain*, assenta no pressuposto de que o mercado de capitais controla a observância do código de governo e penaliza a inobservância com a descida do preço das acções, podendo, claro está, aceitar a inobservância mediante circunstâncias justificadas⁵¹. Assim sendo, o mercado incentiva as empresas a actuar de acordo com o código pois de outra forma não obtêm o benefício da subida do valor das suas acções⁵².

O objectivo do princípio do *comply or explain* é deixar o mercado, através da análise das explicações emitidas pelas sociedades, decidir se um conjunto de directrizes é adequado para determinadas sociedades em concreto. O princípio admite que as sociedades se desviem das recomendações pois parte da ideia base de que “one size doesn’t fit all”. No entanto, quando os investidores analisam os

⁴⁸ *Ibidis*;

⁴⁹ IPCG, *Ante-Projecto do Código de Governo das Sociedades*, (4 de Fevereiro de 2009), pg.7;

⁵⁰ *Ibidis*, pg. 8;

⁵¹ CÂMARA, PAULO; *Códigos de Governo das Sociedades*, cit., pg. 81;

⁵² *Ibidis*;

fundamentos da inobservância contidos na informação que é emitida pelas sociedades, podem não concordar com os mesmos, vendendo as suas acções. Isto deveria constituir estímulo suficiente para que as sociedades devotassem uma maior atenção às suas explicações.

Tudo tem vantagens e desvantagens, e, como tal, também o princípio do *comply or explain* as tem. De seguida apresentamos algumas das suas desvantagens⁵³.

Há que referir, primeiramente, que inúmeras vezes as sociedades declaram observar as directrizes dos códigos, sem contudo, tal declaração corresponder à realidade.⁵⁴

Em segundo lugar, há que aprofundar e desenvolver qual deve ser o conteúdo das componentes do princípio do *comply or explain*. Muitas pesquisas e estudos têm revelado que várias explicações estão longe de ter a utilidade informativa e evolutiva pretendidas.⁵⁵

Finalmente, em alguns países, a ausência de um auxílio sancionatório, cria a desconfiança relativamente à aplicação do princípio do *comply or explain*. Por vezes, a indicação de que são observadas as directrizes do código de governo, não corresponde a um efectivo acolhimento das mesmas e a explicação das razões das inobservâncias das recomendações do código não têm qualquer utilidade⁵⁶.

⁵³ BIRKMOSE, HANNE, NEVILLE, METTE, SORENSEN, KARSTEN ENGSIG, *The European Financial Market in Transition*, Hanne Birkmose, Kluwer Law International, (2011), pg. 92 e 93;

⁵⁴ *Ibidis*;

⁵⁵ *Ibidis*;

⁵⁶ EUROPEAN COMMISSION, Green paper-the EU corporate governance framework, Brussels, (5.4.2011), pg. 18-20;

Exactamente porque a Comissão Europeia tem noção das falhas práticas do princípio do *comply or explain* em alguns países e deseja que todos os códigos europeus alcancem o grau de desenvolvimento do código de governo sueco e do princípio do *comply or explain* neste contido, é que a Comissão Europeia vem tratar deste princípio como uma questão central no “*Green Paper on the EU Corporate Governance Framework from 2011*”. O objectivo é alcançar melhorias notáveis nas componentes do princípio do *comply or explain*. A Comissão Europeia, apoiando o exemplo que o código de governo sueco constitui, considera que as sociedades que não observem as directrizes dos códigos de governo devem ter de prestar obrigatoriamente explicações para tais desvios e descrever as soluções alternativamente adoptadas.⁵⁷.

No ponto 0.4. do Anexo I, relativo ao Esquema de Relatório sobre o Governo da Sociedade, para o qual remete o artigo 2.º do Regulamento da CMVM n.º 1/2010, relativo ao Governo das Sociedades Cotadas remete, podemos ler:

“ (...) devem ser explicitadas as partes de cada código que não são cumpridas ou que a sociedade entenda não serem aplicáveis, respectiva fundamentação e **outras observações relevantes**, bem como a indicação clara da parte do Relatório a descrição dessa situação pode ser encontrada”.

A nosso ver, devemos considerar que a “descrição de soluções alternativamente adoptadas”, está compreendida na expressão “outras observações relevantes”, constante do ponto 0.4. do supra referido Anexo I. Devendo portanto a CMVM apenas considerar como cumprido o dever de informação ao qual as sociedades cotadas estão adstritas, quando estas, além de indicarem os fundamentos para a inobservância, descreverem também as soluções alternativamente adoptadas e que seriam mais adequadas àquela sociedade em concreto.

⁵⁷ *Ibidis*;

A Comissão Europeia, no “*Green Paper on the EU Corporate Governance Framework from 2011*”, também aborda a questão do escrutínio e sancionamento da inobservância dos códigos de governo. Aqui é transmitida a opinião de que os órgãos de escrutínio deviam estar autorizados a verificar se as declarações de observância e explicações para os desvios estão providas de qualidade informativa. Caso o órgão escrutinador julgue que tal não se verifica, teria o poder de obrigar a sociedades a completar as explicações.⁵⁸ A Comissão Europeia reconhece a necessidade, na sequência destas conclusões, que haja uma reflexão no sentido de determinar quais devem ser as funções específicas e exactas do órgão escrutinador⁵⁹.

Quando as sociedades não observam as directrizes do código, adoptam soluções alternativas que, segundo um entendimento mais desenvolvido e aprofundado do princípio do *comply or explain*, devem ser expostas em detalhe.

Estas soluções alternativas são fruto da constatação da inviabilidade prática de certas disposições constantes dos códigos de governo. As últimas, após serem testadas na realidade prática, podem demonstrar claramente o seu mérito numa melhor governação da sociedade ou, podem demonstrar-se totalmente inadequadas, deixando de ser observadas por determinadas sociedades.

Pode ainda acontecer que uma determinada recomendação que aparentava ser meritória, se revele na prática inadequada ou menos adequada do que outra, para qualquer sociedade. Como tal, o sistema evolutivo do mercado levará à substituição daquela recomendação, por outra que, atendendo à realidade prática se revele mais apropriada. Deste modo, verifica-se a transformação e evolução das práticas de governação societária. Primeiro, segundo a realidade prática até então observada, teoriza-se nos códigos de governo aquilo que deve ser um bom comportamento governativo das empresas e, posteriormente, essa mesma realidade que se tornou teórica é desenvolvida através de novas observações da

⁵⁸ *Ibidis*;

⁵⁹ *Ibidis*;

sua aplicação e inobservância por parte das sociedades. Podemos assim resumir todo este processo como uma espécie de depuração, em que apenas sobrevivem as práticas que as empresas considerem ser as melhores. Assim, ergue-se uma plataforma reguladora da governação societária muito mais rica, exigente e ambiciosa do que a lei e com um contributo muito mais próximo da realidade empresarial.

2.2 Explain - a qualidade da informação

O dever de explicar a razão pela qual uma sociedade em concreto se desvia das directrizes do código deve pressupor que a sociedade adopte três comportamentos distintos: dar notícia de qualquer inobservância, descrever a solução alternativa; e explicar as razões pelas quais a solução alternativa escolhida pela empresa é melhor do que a solução constante do código.

Como referimos anteriormente, no ponto 0.4. do Anexo I, relativo ao Esquema de Relatório sobre o Governo da Sociedade, para o qual remete o artigo 2.º do Regulamento da CMVM n.º 1/2010, relativo ao Governo das Sociedades Cotadas, a CMVM indica expressamente que este dever de explicação compreende o dever de indicar as directrizes não observadas e o dever de apresentar as razões que justificam a inobservância, mas não há uma indicação expressa do dever de apresentar e descrever as medidas alternativamente adoptadas. No entanto, como referimos anteriormente, o dever de tecer “outras observações relevantes”, deverá ser interpretado como abrangendo o dever de descrever as soluções alternativamente adoptadas.

No Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades de 2009, a CMVM também declarou que quando a sociedade procede à explicação das razões inerentes à inobservância de uma recomendação, deve descrever a solução alternativamente adoptada, indicando os motivos para a sua maior adequação face

à solução prevista no código de governo de referência⁶⁰.

A carência nas explicações apresentadas, de um ou mais, dos três elementos informacionais referidos como sendo essenciais para uma efectiva explicação também é evidente em Portugal conforme o Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal da CMVM, de 2011. No mesmo é referido que houve um aumento do número de sociedades a esforçarem-se por explicar as situações de inobservância, mas que, no entanto, esse esforço repercutiu-se num aumento significativo do peso das explicações consideradas como não efectivas⁶¹.

Os códigos de governo, através das suas recomendações, são mais ambiciosos no direccionar das sociedades para a boa governação do que o Direito Societário, através dos mínimos que estabelecem.⁶²

Ao contrário da lei, o princípio de *comply or explain* detém uma dimensão flexível que consiste no facto de as sociedades não estarem obrigadas a observar todas as directrizes do código, podendo escolher soluções alternativas que considerem melhores nas circunstâncias particulares em que se encontram⁶³. No entanto, mesmo existindo essa flexibilidade, a mesma permite satisfazer os ambiciosos objectivos dos códigos de governo pois as medidas alternativamente adoptadas têm de ir ao encontro do exigente nível de governação societária pretendido pelo código, sob pena de serem reprovadas pelo mercado e gerarem-se as repercussões já anteriormente mencionadas.

⁶⁰ Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas de 2009, da CMVM. Disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Pages/20110519a.aspx>;

⁶¹ Relatório anual sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal de 2011, da CMVM, pg. 107;

⁶² The Swedish Corporate Governance Code, (1 February 2010), pg. 5. Disponível em: http://www.corporategovernanceboard.se/media/45322/svenskkodbolagsstyrn_2010_eng_korrigerad20110321.pdf

⁶³ BIRKMOSE, HANNE, NEVILLE, METTE, SORENSEN, KARSTEN ENGSIG, *The European Financial Market in Transition*, Hanne Birkmose, Kluwer Law International, (2011), pg. 91-93;

Como já tínhamos anteriormente referido, através da Directiva 2006/46/EC, passou a ser vinculativa a aplicação do mecanismo do *comply or explain* em todos os Estados-Membros da União Europeia⁶⁴. Além disso, as sociedades passaram a ter de disponibilizar publicamente uma declaração relativa ao governo da sociedade⁶⁵. No entanto, a nosso ver, a Directiva não cumpriu a sua missão na totalidade pois não regula o conteúdo mínimo, nomeadamente ao nível da qualidade, para as explicações quanto à governação societária.

O princípio do *comply or explain* permite que as sociedades possam escolher entre observância das directrizes do código ou a inobservância das mesmas. Neste último caso, têm que explicar as razões da inobservância.

No entanto, apesar da vinculação das sociedades europeias a este princípio, a verdade é que nem todas divulgam as informações requeridas⁶⁶.

As sociedades europeias tendem a referir as disposições do código de sociedade que observam e inobservam segundo uma perspectiva geral. As sociedades que discriminam as recomendações do código de governo que observaram e as disposições do código de governo que inobservaram, são uma minoria. Dessa minoria faz parte Portugal⁶⁷.

As explicações desenvolvidas segundo uma perspectiva geral tendem a ter um valor informativo superior face às informações emitidas individualmente face a cada recomendação inobservada. Há que não confundir isto com o número de explicações emitidas que é superior quando a informação é emitida segundo uma perspectiva individual. Um maior número não é sinónimo de uma maior

⁶⁴ RISKMETRICS GROUP, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, pg.27 e 28.

⁶⁵ *Ibidis*;

⁶⁶ RISKMETRICS GROUP, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, cit. pg. 79 e 80;

⁶⁷ *Ibidis*, pg. 26 e 81;

qualidade⁶⁸.

Os pontos 0.2. e 0.3. do Anexo I, relativos ao Esquema de Relatório sobre o Governo da Sociedade, para o qual remete o artigo 2.º do Regulamento da CMVM n.º 1/2010, relativo ao Governo das Sociedades Cotadas estabelecem como regra geral que as sociedades devem indicar discriminadamente as *recomendações adoptadas e não adoptadas contidas no Código de Governo das Sociedades da CMVM ou noutra que a sociedade tenha decidido adoptar*. No entanto, as sociedades podem optar em alternativa por *fazer uma avaliação global, desde que fundamentada, sobre o grau de adopção de grupos de recomendações entre si relacionadas pelo seu tema*.

Finalmente, é importante referir que uma explicação, para cumprir o princípio do *comply or explain*, tem de ser coerente e clara (correspondendo à lógica da recomendação), de modo a ser apreendida pelos accionistas⁶⁹.

Enquanto que a média da UE revela que a maioria das explicações dizem respeito primeiramente à Administração (36%) e em segundo lugar, à remuneração (28%), Portugal, não segue a média europeia sendo que metade das explicações emitidas pelas sociedades portuguesas dizem respeito à remuneração⁷⁰.

Em regra, as sociedades portuguesas, discriminam as recomendações que observaram daquelas que não observaram, procedendo a uma explicação

⁶⁸ *Ibidis*, pg. 86;

⁶⁹ Relatório Anual Sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal de 2011, pg. 106 e *Statement of the European Corporate Governance Forum on the comply-or-explain principle*, de 22 de Fevereiro de 2006. Disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-comply-explain_en.pdf

⁷⁰ RISKMETRICS GROUP, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, cit., pg. 83;

individual das razões da inobservância quanto às últimas. Grande parte destas explicações apenas indicam o desacordo com a directriz do código de governo sem identificar a situação específica ou especial da sociedade que justifique o desacatamento.⁷¹

Em regra, a maioria das explicações das sociedades portuguesas giram à volta da remuneração (50% de todas as explicações), o assunto mais abordado em segundo lugar (18% de todas as explicações) gira à volta da Administração e dos direitos dos accionistas (18% de todas as explicações). Já no que diz respeito a questões como a publicação individual da remuneração, a proporção de directores independentes na Direcção e o procedimento de denúncia de irregularidades, as sociedades tendem esquivar-se a estas recomendações do código de governo⁷².

Do Relatório Anual Sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal de 2011, consta que “o cumprimento do dever de *comply or explain* pelas sociedades cotadas nacionais melhorou ligeiramente em 2009”. Verificou-se o aumento positivo de 37% para 39% das situações em que, aquando da inobservância das recomendações, a explicação disponibilizada pela sociedade foi considerada como efectiva pela CMVM. No entanto, apesar da melhoria, o panorama não é famoso já que, em quase dois terços dos casos a CMVM considera que as explicações apresentadas não preenchem os requisitos de uma efectiva explicação⁷³.

3. A situação em Portugal

⁷¹ *Ibidis*, pg. 95 e 143;

⁷² *Ibidis*. pg. 95;

⁷³ Relatório Anual Sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal de 2011, pg. 106-108;

Em Portugal, o governo das sociedades é regulado pelas leis societárias e mobiliárias mas também por um conjunto de recomendações da autoria da CMVM que se aplicam às sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal. Em 2007 estas recomendações deixaram de representar um código de governo em sentido meramente material para passarem também a constituir um código de governo em sentido formal⁷⁴. O mesmo passa de 17 para 62 recomendações, sendo dividido em três partes principais: assembleia geral, administração e fiscalização e, informação e auditoria. Actualmente, o Código de Governo das Sociedades da CMVM tem 63 recomendações e está dividido em quatro partes: I- Assembleia Geral, II- Órgãos de Administração e Fiscalização, III- Informação e Auditoria, IV- Conflitos de interesses.

O Capítulo 0, do Anexo I para o qual remete o artigo 2.º do Regulamento da CMVM n.º 1/2010 relativo ao governo das sociedades cotadas, determina a aplicação do dever de *comply or explain* às recomendações do código de governo das sociedades da CMVM de 2010 ou a código de referência equivalente. Como tal, e nos termos do Anexo I do Regulamento n.1/2010 da CMVM, é imposta a descrição, entre outras questões, da estrutura de governação e dos centros de decisão empresariais, a política de dividendos, a remuneração dos administradores e as comissões de controlo internas existentes.

Em 1999, a CMVM apenas recomendava às sociedades cotadas que informassem se tinham acatado as recomendações constantes do código de governo, pelo que, a disponibilização dessa informação tinha um carácter meramente voluntário⁷⁵. No entanto, com vista a um aumento da pressão social para a observância das recomendações constantes do código de governo, determinou-se a publicação, no site da CMVM, de uma lista que indicasse quais as sociedades que acolhiam as recomendações e quais as que não o faziam. Só com o Regulamento da CMVM n.º7/2001 tornou-se imperativa a publicação anual

⁷⁴ Cfr. Infra, 1.

⁷⁵ Cfr. Infra, 2.

do grau de observância das recomendações⁷⁶. Com o mesmo, é implementado em Portugal o sistema do *comply or explain*, e as sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal, passam a ter o dever de informar sobre o grau de observância do código.

O sistema do *comply or explain* adoptado em Portugal, a nosso ver, traduz-se num triplo dever informativo. A primeira vertente do mesmo é a obrigação de informar sobre o grau de observância das recomendações constantes do código de governo; a segunda, é o dever de descrever a solução alternativamente adoptada e a terceira componente deste dever traduz-se na obrigação de enumerar, para cada um das recomendações não observadas, as razões de tais desvios e da opção pela solução alternativa. Assim sendo, independentemente de serem observadas ou não as recomendações do código de governo, há sempre um dever de informar. Num caso, sobre a amplitude da observância, noutro, sobre as soluções alternativamente adoptadas, e finalmente, quais as motivações por detrás da inobservância de determinada ou determinadas recomendações e a opção por medidas alternativas. Esta informação deve ser completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita, sob pena de ser geradora de responsabilidade civil e contra-ordenacional (artigos 7.º e alínea a), do n.º1, do artigo 389.º do CVM)⁷⁷.

3.1 Código de governo da CMVM e o regulamento n.º1/2010 da CMVM

O Regulamento n.º1/2010 veio reconhecer às empresas, o direito de optarem por um código de governo diferente daquele que foi emitido pela CMVM. Fazendo uso dessa faculdade, em 2009 surge um projecto de código de

⁷⁶ CÂMARA, PAULO; *Códigos de Governo das Sociedades*, cit., pg. 74 e 76;

⁷⁷ *Ibidis*;

governo societário da autoria do Instituto Público de Corporate Governance (IPCG) que pretende concorrer com o código de governo emitido pela CMVM.

As razões por detrás da abertura legal a códigos de governo alternativos está na crença de que um código pode ser adequado para uma sociedade mas não para outra, à insatisfação por parte de muitas sociedades relativamente à única alternativa existente e à importância de respeitar a autonomia privada que se configura como bastante importante neste sector.

Na sequência deste regulamento e, apesar das limitações por ele impostas, podemos considerar como úteis em Portugal, iniciativas de âmbito sectorial, com vista a adaptar as práticas comuns de governação às especificidades de cada sociedade⁷⁸.

3.5 Liberdade formal mas prisão material (o mesmo nível de protecção e as mesmas matérias)

Apesar do Regulamento n.º1/2010 ter reconhecido o direito das empresas optarem por um código de governo diferente do que foi emitido pela CMVM, tal possibilidade foi enviesada a partir do momento em que se impôs que o código alternativo se subordinasse aos mesmos princípios e consagrasse práticas de governo societário com o mesmo grau de protecção e transparência daquelas contidas no código de governo emitido pela CMVM. Além disso, exigiu-se que o código de governo alternativo tivesse como conteúdo mínimo todas as matérias sobre as quais o código de governo da CMVM incide⁷⁹.

Outra limitação foi imposta. Exigiu-se a adopção da mesma matriz informativa requerida para a declaração de cumprimento das recomendações do

⁷⁸ SANTOS, HUGO MOREDO; GUINÉ, ORLANDO VOLGER, *Tailor made corporate governance*, (2011). Disponível em: <http://www.governancelab.org>;

⁷⁹ artigo 1.º, n.º2, a) e b) do Regulamento n.º1/2010 da CMVM

código de governo emitido pela CMVM ⁸⁰. Na verdade, apesar do Regulamento permitir a co-existência de vários códigos de governo, não permitiu a existência de flexibilidade no padrão de informação a ser explorado.

4. Supervisão e controlo

É de grande importância que a CMVM e os accionistas procedam a um controlo formal e material das declarações respeitantes à governação das sociedades.

4.1 Razões para o incumprimento do dever de informação

Os interesses dos administradores e accionistas muitas vezes não coincidem e, portanto, de modo àqueles prosseguirem os seus interesses sem grandes arrelias, optam por uma política de governação societária pouco transparente. A mesma traduz-se quer na omissão do dever de divulgar a declaração respeitante à governação societária da sociedade que administram (artigo 245.º do Código dos Valores Mobiliários e no Regulamento da CMVM n.º 1/2010 Governo das Sociedades Cotadas), quer na divulgação dessa mesma declaração mas com desrespeito do artigo 7.º e alíneas a), b) e c) do n.º1, do artigo 389.º do CVM. Mas o incumprimento do dever de informação não é justificado apenas pelos interesses conflitantes, também os custos que a utilização da técnica do *comply or explain* implica, nomeadamente ao nível do esforço laboral e tempo, têm a sua parcela de culpa. Finalmente, a transparência da governação societária implica dar a conhecer à concorrência certas posições estratégicas da sociedade, o que não é bom para o negócio.

⁸⁰ artigo 2.º do Regulamento n.º1/2010 da CMVM

4.2 Vantagens da declaração relativa à governação societária

As declarações relativas à governação societária permitem reunir um conjunto de informações essenciais para a análise da evolução do mercado e de cada empresa em concreto. Através destas informações, a CMVM e o mercado, passam a poder decidir e agir de modo informado, criando novas medidas reguladoras em áreas que carecem das mesmas.

Através da obrigação das sociedades divulgarem as declarações respeitantes à sua governação societária, cria-se uma forte pressão para o cumprimento do dever de informação na sua plenitude, sob pena de incorrerem em custos reputacionais e financeiros que não compensam eventuais vantagens derivadas do incumprimento. Passamos a explicar. O público tem acesso aos relatórios de várias entidades escrutinadoras, como por exemplo, os relatórios anuais sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal da CMVM, o relatório sobre o grau de acolhimento de recomendações elaborado pela Universidade Católica Portuguesa, a pedido da AEM e conduzido no âmbito do Centro de Estudos Aplicados da CATÓLICA-LISBON School of Business & Economics, coordenado pelos Professores Paulo Câmara, Miguel Athayde Marques, e Leonor Modesto, , entre outros; pelo que as sociedades sentem uma forte pressão para cumprir os seu dever de informação pois, caso isso não aconteça, o mercado fará sentir a sua reprovação no valor que atribui aos títulos dessa mesma sociedade. Por outro lado, uma vez cumprido o dever de informação, o mercado faz repercutir a sua aprovação na cotação, criando incentivos para o cumprimento⁸¹.

4.3 Supervisão

⁸¹RISKMETRICS GROUP, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, pg. 59;

Ao nível europeu, tendem a existir dois conjuntos de entidades responsáveis pela supervisão do cumprimento do dever de informação nos termos do mecanismo de *comply or explain*.

4.3.1 Entidades reguladoras do mercado

As entidades reguladoras do mercado supervisionam a aplicação da técnica do *comply or explain* aquando do momento das sociedades relatarem publicamente qual o grau de acatamento das recomendações dos códigos de governo. Estas entidades para perspectivarem a situação global de observância por parte das sociedades têm necessariamente de verificar a observância ao nível individual, ou seja, em cada sociedade (podendo impor sanções às sociedades incumpridoras do dever de informação). Mas o seu objectivo é adquirir uma perspectiva global do fenómeno da observância.

Como exemplos destas entidades podemos referir tanto *entidades públicas - autoridades do mercado de valores mobiliários, bolsas de valores*⁸², como *entidades privadas - entidades comerciais e organizações profissionais, imprensa financeira, analistas, consultores, e académicos*.

A principal diferença entre as entidades públicas e privadas é a de que as

⁸² As bolsas de valores, em consonância com o “*Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*” do RISKMETRICS GROUP, pg.59, são integradas para o efeito da presente tese na categoria das entidades públicas, segundo a perspectiva de que têm uma missão de interesse público, ou seja, “*têm a autoridade para impor sanções formais e beneficiam de um estatuto altamente reconhecido e quase público no mercado*”. A mesma não pretende ignorar o facto de em certos Estados-Membros serem organismos privados.

*primeiras são providas de autoridade previamente atribuída pela lei que lhes permite não só supervisionar mas também sancionar o incumprimento do dever de informação de acordo com o princípio do comply or explain. Já as entidades privadas procedem a um controlo voluntário meramente informal, apenas podendo utilizar sanções informais, as reputacionais*⁸³.

*Em Portugal, a entidade que por excelência supervisiona o cumprimento do dever do comply or explain é a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)*⁸⁴.

Até ao momento da elaboração da presente tese o único código de governo publicado é da autoria da CMVM e é num regulamento da mesma (Regulamento da CMVM n.º 1/2010 relativo ao governo das sociedades cotadas) que foi instituído o dever das sociedades cotadas emitirem uma declaração respeitante à governação societária, que assentasse na técnica do comply or explain.

Através de uma actuação informal esta autoridade tenta que as sociedades adoptem um comportamento cumpridor dos deveres de informação mas se a sociedade persiste numa conduta grave de inobservância, há a possibilidade da CMVM aplicar-lhe uma coima.

A legitimidade da CMVM para supervisionar e regular o mercado dos valores mobiliários provém da competência geral de supervisão que lhes foi atribuída pelo DL n.º 486/99 (Código dos Valores Mobiliários) para regular o mercado dos valores mobiliários. As suas actividades consistem na promoção da observância dos códigos, na revisão das práticas das sociedades (através duma análise dos respectivos relatórios) ou na publicação de relatórios (nos quais

⁸³ RISKMETRICS GROUP, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, (23 September 2009), pg. 59;

⁸⁴ Relatório anual sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal da CMVM, (2011), pg.106. Disponível em: http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Documents/Relatório%20Anual%20Governo%20Societário%202011_v2.pdf;

analisam a actuação governativa das sociedades de um ponto de vista individual e global) e no envolvimento com as sociedades com vista ao melhoramento da qualidade dos seus relatórios⁸⁵.

Nos termos da alínea a), do n.º1, do artigo 353.º e da alínea c), do n.º1, do artigo 359.º do Código dos Valores Mobiliários, uma das atribuições da CMVM é a supervisão e regulação das sociedades cotadas em bolsa, que devem colaborar com a CMVM sempre que a mesma o solicitar (n.º 3, do artigo 359.º do Código dos Valores Mobiliários).

São vários os procedimentos que a CMVM utiliza para supervisionar a governação das sociedades cotadas em bolsa (artigo 360.º do Código dos Valores Mobiliários). Os mesmos passam pelo acompanhamento das suas actividades de forma contínua (alínea a), do n.º 1, dos artigos 360.º e 362.º do CVM), pela fiscalização do cumprimento da lei e dos regulamentos por parte das sociedades cotadas (alínea b), do n.º 1, do artigo 360.º do CVM), nomeadamente, os deveres legais previstos no artigo 245.º-A relativo à informação anual sobre o governo das sociedades, do Código dos Valores Mobiliários; instruir os processos e punir as infracções que sejam da sua competência (alínea e), do n.º 1, do artigo 360.º do CVM), dar ordens e formular recomendações concretas (alínea f), do n.º 1, do artigo 360.º do CVM), difundir informações (alínea g), do n.º 1, do artigo 360.º do CVM), publicar estudos (alínea h), do n.º 1, do artigo 360.º do CVM).

A CMVM, no exercício dos seus poderes de supervisão, pode exigir quaisquer elementos e informações e examinar livros, registos e documentos (alínea a), do n.º 2, do artigo 361.º do CVM).; ouvir quaisquer pessoas mesmo que para tal seja necessário intimá-las (alínea b), do n.º 2, do artigo 361.º do CVM); substituir-se às entidades supervisionadas no cumprimento de deveres de informação (alínea f), do n.º 2, do artigo 361.º do CVM); e divulgar publicamente o facto de uma sociedade cotada não estar a cumprir os seus deveres de informação (alínea g), do n.º 2, do artigo 361.º do CVM).

Nos termos do n.º1, do artigo 245.º do CVM, a informação sobre estrutura e

⁸⁵ *Ibidis*, pg. 63;

práticas de governo societário, deve constar de um capítulo do relatório anual de gestão especialmente elaborado para o efeito ou em anexo a este, pelo que, por interpretação conjunta com o n.º 6, do artigo 245.º do CVM, deve ser enviado à CMVM, juntamente com relatório e as contas anuais, logo que seja colocado à disposição dos accionistas.

Se a informação divulgada pelas sociedades cotadas não for completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita ou se a informação não for facultada (artigo 7.º e alíneas a), b) e c) do n.º1, do artigo 389.º do CVM, constitui uma contra-ordenação muito grave. Pela prática da mesma podem ser responsabilizados quer a sociedade cotada, quer os indivíduos que praticaram os actos (artigo 401.º do CVM).

Nos termos do n.º1, do artigo 403.º do CSC, resultando o ilícito de mera ordenação social da omissão do dever de informação (por exemplo, a informação não é facultada ou está incompleta), o pagamento da coima ou o cumprimento da sanção acessória não dispensa do cumprimento do dever, se este ainda for possível.

Verificando-se uma omissão do dever de informação, e se esta omissão não tiver causado prejuízos para os investidores ou para o mercado de valores mobiliários, a CMVM pode advertir a sociedade cotada, notificando-a, para esta sanar a irregularidade (n.º1, artigo 413.º do CSC). No entanto, se a sociedade cotada não sanar a irregularidade no prazo que lhe for fixado, o processo de contra-ordenação continua a sua tramitação normal. Finalmente, se a irregularidade for sanada através da divulgação da informação, o processo é arquivado (n.º1, artigo 413.º do CSC).

Quando a reduzida gravidade da infracção e a culpa do agente o justifiquem, pode a CMVM, antes de acusar formalmente o arguido, comunicar-lhe a decisão de proferir uma admoestação ou de aplicar uma coima cuja medida concreta não exceda o triplo do limite mínimo da moldura abstractamente prevista para a infracção. A CMVM, pode ainda determinar à sociedade cotada que adopte o comportamento legalmente exigido, dentro do prazo que a CMVM para o efeito lhe fixe. Face ao incumprimento do dever, a CMVM prossegue com o processo contra-ordenacional (n.º 5, do artigo 414.º do CSC).

4.3.2 Vantagens e desvantagens do relatório relativo à governação das sociedades

A CMVM, através da uniformização da estrutura dos relatórios que são entregues pelas sociedades⁸⁶, veio facilitar o controlo das práticas governativas por parte dos restantes agentes de mercado. A criação de uma estrutura padrão para os relatórios veio permitir a divulgação de toda a informação requerida, e diminuir os custos e a complexidade da supervisão em que os outros agentes de mercado teriam de incorrer para obter a mesma informação. Além disso, tornou-se mais fácil o processo de localização, comparação e avaliação da informação. Contudo os actores da governação societária também apontam o facto de estas estruturas padronizadas dos relatórios poderem gerar uma desatenção relativamente à qualidade das explicações.

4.4 Accionistas

4.4.1 “Proprietários ausentes das suas terras”

Na actividade de supervisão é crucial o papel dos accionistas, no entanto, e fazendo uso da metáfora utilizada por Lord Myners, no seu discurso de dia 21 de Abril na Conferência da Associação de Sociedades de Investimento⁸⁷,

⁸⁶ Regulamento da CMVM n.º 1/2010 Governo das Sociedades Cotadas, artigo 2.º e Anexo I. Disponível em: <http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/regulamento12010governodassociedadescotadas.pdf>

⁸⁷ Disponível em http://www.hm-treasury.gov.uk/speech_fsst_210409.htm.

frequentemente os accionistas actuam como proprietários ausentes das suas terras.

É verdade que levar a cabo a actividade de supervisão requer bastante esforço e recursos, ao ponto de muitas vezes os investidores institucionais socorrerem-se de prestadores de serviços que se encarreguem dessa tarefa, com vista a ajudá-los nas suas decisões de investimento e desinvestimento. Isto porque são milhares as sociedades existentes pelo mundo fora, as mesmas estão sediadas ou actuam em países com diferentes tradições de governação societária, diferentes sociedades podem referir-se a diferentes códigos de governo e, finalmente, os relatórios de governação societária são elaborados em diversas línguas⁸⁸.

4.4.2 Poder dos accionistas

Os accionistas, através da ameaça de desinvestimento, do exercício dos seus direitos de voto, ou intentando acções cíveis (contra os directores da sociedade ou contra a própria sociedade), conseguem influenciar as práticas de governação societária e o cumprimento do seu dever de *comply or explain*⁸⁹.

Sempre que os accionistas estão descontentes com as práticas de governação societária, da sociedade na qual investiram, podem expressar essa insatisfação através da venda dos seus títulos. Sendo que, se a participação no capital social for significativa, o preço das acções tenderá a baixar.

O mecanismo da venda dos títulos tenderá a ser utilizado pelos investidores que detêm uma pequena participação no capital social, pois é nestes casos que os

⁸⁸ RISKMETRICS GROUP, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, cit. pg. 95;

⁸⁹ *Ibidis*, pg.72;

custos de controlo seriam mais elevados face aos custos de desinvestimento.

Já os accionistas que são titulares de um número bastante elevado de acções, tenderão a considerar a opção de desinvestimento inviável, nomeadamente devido à política específica de investimento ou limitações contratuais, ou devido ao impacto da venda no preço das acções. Assim sendo, estes investidores estarão limitados aos seus direitos de voto, no exercício da sua supervisão.

O código português das sociedades comerciais (Decreto-Lei n.º76-A/2006) atribui aos accionistas um conjunto de importantes direitos com vista a que estes possam impor determinados padrões de governação societária. Entre os memos podemos referir, o direito de nomear e destituir administradores (alínea c) e d), do n.º1, do artigo 376.º, artigo 403.º e artigo 391.º do Código das Sociedades Comerciais), o direito de definir a remuneração dos membros do conselho de administração (artigo 399.º do Código das Sociedades Comerciais) e a prévia autorização de importantes transacções (por exemplo, a autorização do aumento do capital, regulada pelos artigos 85.º a 93.º do Código das Sociedades Comerciais). Além disso, nos termos da directiva 2007/36/EC os accionistas podem colocar questões, e receber a respectiva resposta, permitindo um diálogo entre os accionistas e o conselho de administração e chegar a determinadas resoluções em assembleia geral. De encontro a esta ideia vai também o artigo 290.º do Código das Sociedades Comerciais, que determina que na assembleia geral, o accionista pode requerer que lhe sejam prestadas informações verdadeiras, completas e elucidativas que lhe permitam formar opinião fundamentada sobre os assuntos sujeitos a deliberação. No entanto, o direito à informação não tem como único palco de exercício a assembleia geral. Também fora desta, nos termos dos artigos 288.º e 291.º do Código das Sociedades Comerciais é possível consultarem os elementos informacionais, na sede da sociedade e solicitar que o conselho de administração preste, por escrito, todas as informações relacionadas com assuntos sociais requeridas.

4.4.3 Reduzida participação

Contudo, a atribuição destes e de mais direitos aos accionistas não equivale a uma maior intervenção destes na vida societária.

No caso dos accionistas minoritários, o reduzido número de acções pode não justificar os esforços e custos financeiros no sentido de poderem votar de modo informado. Na verdade, em caso de descontentamento face à governação societária poderá ser mais barato para eles venderem os seus títulos.

Os investidores que detêm uma larga participação, como por exemplo, os investidores institucionais, em princípio estarão interessados numa maior intervenção e por isso valorizarão a atribuição de direitos accionista. No entanto, há que ter-se em conta o obstáculo da “*free ride*”. Um investidor que tenha dispendido tempo e recursos financeiros na obtenção de informação que fundamente o seu voto, a partir do momento em que este se torna do conhecimento público também as conclusões da informação obtida se tornam públicas. Pelo que os outros investidores acabam por não ter de despende recursos no controlo e podem ir “à boleia” dos esforços realizados pelo investidor que se iniciou no controlo. Há pois um desencorajamento ao pioneirismo na obtenção de informação.

.4.4 Matérias que exigem uma maior atenção dos accionistas

O Relatório anual sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal de 2011, da CMVM, considera que os accionistas devem dar especial atenção a um conjunto de matérias, essenciais à boa governação das sociedades e quanto às quais se tem observado constantemente uma inobservância injustificada por parte das sociedades. São exemplos, as “matérias relacionadas com o não alinhamento da remuneração dos administradores com os interesses da sociedade (recomendação II.1.5.1), um insuficiente equilíbrio entre administradores executivos e não executivos (recomendação II.1.2.1), a não existência de um

número suficiente de administradores independentes (recomendação II.1.2.2), a não eficiente coordenação dos não executivos quando o Presidente do Conselho de Administração acumula funções executivas (recomendação II.2.3) ou com a não submissão à apreciação da Assembleia Geral da política de remunerações dos órgãos sociais (recomendação II.5.2)”⁹⁰.

4.4.5 Medidas de incentivo a uma maior participação dos investidores

Portugal é um dos poucos Estados-Membros que adoptaram medidas legais no sentido de encorajarem uma participação mais activa dos accionistas nas práticas de governação societária das sociedades em que investem⁹¹. Essas medidas legais traduzem-se em deveres legais a que os investidores institucionais estão adstritos no sentido de darem a conhecer a sua política de votação em Assembleia Geral⁹². A mesma deve constar dos prospectos dos fundos de investimento, os quais devem referir, nomeadamente:

“• A orientação genérica quanto ao exercício dos direitos de voto inerentes às acções detidas pelo fundo, através da participação ou não participação da entidade gestora nas AG dos respectivos emitentes e, neste caso, a respectiva fundamentação, devendo igualmente ser revelada a prática relativa a acções emitidas por entidades sedeadas no estrangeiro;

• A forma de exercício dos direitos de voto, indicando, designadamente, o exercício directo pela entidade gestora ou através de representante e, neste caso, se a representação tem ou não lugar exclusivamente por conta da entidade gestora, e se o representante se encontra vinculado às instruções escritas

⁹⁰ Relatório anual sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal de 2011; da CMVM, pg. 108;

⁹¹ RISKMETRICS GROUP, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, cit., pg.76.

⁹² Artigo 82.º do Regulamento da CMVM n.º15/2003;

emitidas por esta;

•Os procedimentos aplicáveis ao exercício dos direitos de voto no caso de existência de subcontratação de funções de gestão do fundo.

*Sendo adoptada orientação distinta da orientação genérica definida, a mesma é considerada extraordinária, devendo ficar devidamente fundamentada em acta arquivada na sede da entidade gestora”.*⁹³

Em Portugal, os accionistas institucionais estão legalmente obrigados a registar as suas votações junto da CMVM. Após este registo a CMVM deveria publicá-las no seu website. No entanto, a verdade é que a CMVM deixou de o fazer desde 2006⁹⁴.

4.5 Garantir o efectivo funcionamento da técnica de *comply or explain*

A CMVM tem um papel fundamental na garantia do bom funcionamento da técnica do *comply or explain*. Esta só funcionará e só cumprirá os seus objectivos quando as actividades de supervisão assegurarem a veracidade e rigor das declarações de observância e das explicações das razões que motivaram a inobservância, assim como um conteúdo informacional de qualidade que permita que os mercados realizem uma leitura acertada das práticas de governação societária. No entanto, colocam-se obstáculos a estas duas actividades. Em

⁹³ SILVA, FERNANDO, O Exercício de Direitos de voto em Acções de Emitentes Nacionais pelos Fundos de Investimento Imobiliário Portugueses, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, número 34, (Dezembro de 2009), pgs. 65 e 66;

⁹⁴ Artigo 81.º do Regulamento da CMVM n.º15/2003. Para mais informações: SILVA, FERNANDO, O Exercício de Direitos de voto em Acções de Emitentes Nacionais pelos Fundos de Investimento Imobiliário Portugueses, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, número 34, (Dezembro de 2009), pgs. 65 e 66;

primeiro lugar, é bastante difícil averiguar o rigor da informação; em segundo lugar, a averiguação da qualidade informativa da informação fornecida implica um juízo valorativo acerca da mesma que vê a sua legitimidade posta em causa a partir do momento em que não existe uma interpretação das disposições do código que se imponha⁹⁵. Uma possível solução passará pelo exemplo de alguns Estados-Membros em que as sociedades seguem as directrizes interpretativas dos códigos elaboradas pelos autores dos mesmos.

Outro problema que se coloca são os custos que a averiguação da veracidade e qualidade da informação implica já que, para esta tarefa é necessária uma utilização intensiva de recursos humanos e financeiros.

Como já anteriormente referimos, a CMVM publica relatórios sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal⁹⁶. Ao nível da União Europeia, os relatórios portugueses, a par dos espanhóis são aqueles que têm uma análise mais desenvolvida. A mesma não se limita a uma análise das práticas governativas, observâncias do código, inobservâncias do código e as suas explicações de uma perspectiva meramente geral mas também analisa todas estas componentes relativamente a cada sociedade⁹⁷.

Os relatórios da CMVM traduzem-se numa comunicação pública dos resultados da actividade supervisora desenvolvida pela CMVM. A publicação destes relatórios desencadeia um conjunto de efeitos positivos em seguida referidos.

Em primeiro lugar, os agentes de mercado passam a poder aceder facilmente às informações respeitantes às práticas governativas das várias sociedades; em

⁹⁵ FASTERLING BJORN, *Challenging “Comply or Explain”*, in *Making Capital Markets Work through Corporate Governance* ed. By Dr. Madhav Mehra, pg. 89-97. Disponível em: <http://www.wcfeg.net/allarticle/20.pdf>;

⁹⁶ RISKMETRICS GROUP, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, cit., pg. 63;

⁹⁷ *Ibidis*, pg. 63;

segundo lugar, as sociedades passam a aceder a exemplos concretos que consubstanciam boas práticas governativas segundo o relatório e, finalmente, os relatórios ao procederem a uma análise pública das explicações fornecidas pelas sociedades para a inobservância, estimulam as sociedades a melhorar o conteúdo das explicações sob pena de serem expostas em praça pública⁹⁸.

No entanto, Portugal não está isento de críticas nesta área. Em primeiro lugar, a qualidade das informações é analisada de um prisma meramente geral⁹⁹; em segundo lugar, a CMVM poderá estar a ultrapassar os seus poderes de supervisão quando avalia a qualidade informacional das declarações respeitantes à governação societária pois, tal avaliação pressupõe um juízo à priori da CMVM em que esta avalie o valor informacional da declaração, sendo que tal juízo tem um carácter fortemente valorativo e subjectivo que implicaria uma certa discricionariedade na aplicação de sanções formais; em terceiro lugar, são raras as vezes em que a CMVM procede a uma avaliação sistemática da veracidade da informação contida nas declarações respeitantes à governação societária¹⁰⁰.

4. Conclusão

Portugal, assim como quase todos os países da UE, adoptou o mecanismo do *comply or explain* na implementação do código de governo societário emitido pela CMVM.

Apesar dos vários méritos deste princípio já enumerados na presente tese, a verdade é que parecem existir certas deficiências na aplicação prática do mesmo. Estas deficiências podem afectar o seu correcto funcionamento e,

⁹⁸ FASTERLING BJORN, *Challenging “Comply or Explain”*, in *Making Capital Markets Work through Corporate Governance* ed. By Dr. Madhav Mehra, pg. 89-97. Disponível em: <http://www.wcfcg.net/allarticle/20.pdf>;

⁹⁹ *Ibidis*, pg. 63 e 64;

¹⁰⁰ *Ibidis*;

consequentemente, inviabilizar a eficácia dos códigos de governo.

Torna-se necessário fortalecer este princípio, através da criação de uma obrigação real de observar o código ou explicar a sua inobservância, aumentar o grau de transparência existente através da publicação de informação coerente e direccionada para a inobservância em questão; e da efectiva possibilidade dos accionistas responsabilizarem os órgãos societários¹⁰¹.

Apesar de existirem várias deficiências no funcionamento do princípio do *comply or explain*, existem várias medidas susceptíveis de serem adoptadas capazes de fazer frente a estas deficiências.

Para que o princípio do *comply or explain* funcione é necessário que os poderes de supervisão da CMVM não se reduzam num mero controlo formal, mas também num controlo da qualidade informacional. Só desta forma a informação constante das declarações respeitantes à governação societária pode contribuir para uma tomada de decisões de modo consciente e informado. No entanto, mesmo assegurando a disponibilidade, qualidade e clareza da informação, todo este processo só faz sentido se houver um significativo envolvimento dos accionistas, que são os destinatários desta informação.

A análise realizada pela CMVM do valor informativo das declarações respeitantes à governação societária vai permitir que os accionistas acedam a um conjunto de informações que os capacitam para uma tomada consciente de decisões relacionadas com a governação societária.

No entanto, há que ter em conta que o juízo de mérito quanto à decisão de governação é realizado pelo mercado, mais especificamente pelos accionistas, e não pela CMVM. No entanto, os accionistas só podem realizar este juízo graças aos relatórios relativos à governação societária elaborados e publicados pela

¹⁰¹ Esta ideia foi desenvolvida pelo Fórum Europeu de Corporate Governance na sua declaração sobre o princípio do *comply or explain*, que teve lugar no dia 22 de Fevereiro de 2006. Disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-comply-explain_en.pdf.

CMVM. Os mesmos vão revelar casos concretos de boas práticas governativas, encorajando as restantes sociedades a adoptar decisões e comportamentos semelhantes.

Além disso, a análise das explicações apresentadas para a inobservância é comparável com as informações constantes de outros documentos a que o público tem acesso, sendo esta comparação essencial a confirmação da veracidade das informações que constam da declaração relativas à governação societária.

O receio resultante da ameaça da CMVM publicitar negativamente a governação de determinadas sociedades é incentivo suficiente para uma melhoria das práticas de governação das mesmas e do conteúdo das informações que divulgam.

Essa publicidade tende a fazer-se através da publicação de relatórios relativos à governação das sociedades, que compreendem não só a análise do mercado como um todo mas também a análise individual das sociedades cotadas em Portugal. Estes relatórios da autoria da CMVM conseguem enfatizar as melhores práticas governativas e estimular as sociedades a direccionarem-se para uma mais completa e significativa transparência. Além disso, e como já referido, também representam uma ameaça informal de exposição pública de comportamentos governativos não tão bons.

A maior qualidade informativa pode ser atingida através da referida ameaça de exposição pública, no entanto, esta ameaça pode gerar o risco das sociedades apenas relatarem os factos que lhes sejam favoráveis.

As explicações de âmbito geral têm uma qualidade superior, no entanto não cobrem todas as questões relevantes. Já as explicações individuais tendem a ser mais fiéis relativamente à quantidade de recomendações do código inobservadas.

A melhor forma de conjugar o melhor dos dois mundos é através da solução adoptada no nosso país, ou seja, através do Relatório de Governo das

Sociedades¹⁰². Com o mesmo é possível assegurar a fiabilidade e clareza da informação já que apresenta a informação estruturada segundo vários tópicos, explicitando o que deve constar em cada um deles. A estruturação segundo títulos que implicam uma descrição detalhada sobre determinadas questões permite que os investidores possam pesquisar, processar e comparar a informação mais facilmente.

Pelo facto do relatório de governo das sociedades implicar a explicação individual de cada inobservância verificada, podia eventualmente ser posta em causa a qualidade do conteúdo informacional das explicações visto poder criar nas sociedades apenas a preocupação de declarar cada inobservância e explicar a mesma de modo apenas formal, sem lhe conferir qualquer utilidade informacional.

No entanto, pensamos que o Relatório de Governo das Sociedades em Portugal consegue fazer face a esta dificuldade, pois não só estrutura a informação por títulos que cobrem todos os tópicos da governação societária que são considerados relevantes, como explicita o conteúdo mínimo dessa informação, dizendo o que deve constar da mesma. Assim, o relatório assegura que as sociedades divulgam toda a informação necessária à cobertura dos elementos essenciais da estrutura da governação da sociedade, enumerando e explicando a inobservância de cada recomendação do código de governo.

O Relatório de Governo das Sociedades diminui os recursos temporais e humanos que de outra forma seriam dispendidos nas declarações relativas à governação societária visto que, proporciona um modelo já previamente elaborado, fácil de utilizar e que, uma vez preenchido pela primeira vez, as sociedades apenas teriam de proceder a pequenas alterações nos exercícios seguintes para periodicamente reflectir eventuais mudanças nas suas práticas e estruturas de governação societária.

Os accionistas, sendo os proprietários da sociedade têm toda a legitimidade

¹⁰² Regulamento da CMVM n.º 1/2010. Disponível em: http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Regulamentos/2010/Pages/Reg2010_01.aspx

para controlar a política de governação societária e eventualmente responsabilizar a Administração por esta.

No entanto, ao contrário de Portugal, outros Estados membro da União Europeia centram-se na mera atribuição de direitos aos accionistas descurando a criação de incentivos para o seu exercício. Estes Estados devem ter presente que o exercício daqueles é desincentivado pela falha de mercado “*free-ride*”, ou seja, as actividades de controlo podem ser entendidas como um bem público, basta as actividades de controlo terem sido efectuados por um investidor que todos os outros investidores podem aproveitar-se dessa mesma actividade ou “ir à boleia” dos resultados dessas actividades sem fazerem qualquer investimento adicional. Ora, isto vai reduzir o incentivo do primeiro investidor a despender novamente recursos e tempo na obtenção de informação.

O caso português revela que a solução poderá passar pela instituição de um dever legal dos investidores institucionais divulgarem a política de gestão dos seus investimentos e a política de votação, e relatar a sua actividade junto das sociedades¹⁰³. Além disso, deverão estar adstritos ao dever legal de facultar o registo das votações sempre que os titulares beneficiários pretendam inteirar-se da votação em determinados casos particulares¹⁰⁴. Estas exigências não só beneficiariam a gestão interna dos investidores institucionais como elevam o grau de envolvimento destes nos assuntos das sociedades objecto dos seus

¹⁰³ Esta é uma ideia que ganha cada vez mais apoio na UE e ao nível dos vários Estados-Membros, nomeadamente por parte das associações gestoras de capitais, do Fórum de Investimento Europeu Sustentável e dos Princípios para o Investimento Responsável das Nações Unidas. Relativamente à UE, esta ideia foi defendida pela Comissão Europeia no “Action Plan on Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance” de 2003. Disponível em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52003DC0284:EN:NOT>

¹⁰⁴ Final Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, (4 de Novembro de 2002). Disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf

investimentos¹⁰⁵.

A lei portuguesa ao obrigar os investidores institucionais a registarem e facultarem as suas votações (cfr., 4.4.5), fez com que em Portugal, face a outros Estados-Membros da UE que não adoptaram este sistema, haja um nível de participação dos investidores institucionais superior. O dever legal de transparência instituído em Portugal levou a que os investidores institucionais portugueses exerçam mais activamente os seus direitos de voto, atenuando assim a falha de mercado “*free-ride*”.

Concluindo, Portugal está de parabéns na área da governação societária, e muitas das medidas adoptadas em Portugal, devem ser seguidas por outros Estados-Membros da União Europeia, já que o seu sucesso tem sido comprovado na realidade do governo societário português.

¹⁰⁵ Comunicação da Comissão para o Conselho e o Parlamento Europeu, Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union- A Plan to Move Forward, COM (2003) 284, (21 de Maio de 2003). Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:EN:PDF>

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

- AGUILERA, RUTH, CUERVO-CUZARRA, KIM, SOYOUNG, *Taking Stock of Research on Codes of Good Governance*, University of Illinois at Urbana-Champaign - Department of Business Administration , University of South Carolina - Department of International Business, (February 15, 2008). Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1773087;
- BALGOBIN, R.N.S., *Global Governance Practice: The Impact of Measures Taken to Restore Trust in Corporate Governance Practice Internationally*, ICFAI Journal of Corporate Governance, (2008);
- BIRKMOSE, HANNE, NEVILLE, METTE, SORENSEN, KARSTEN, ENGSIG, *The European Financial Market in Transition*, Kluwer Law International, (2011);
- BOBIRCA, A. AND MICLAUS, P., *Corporate Governance in Transition Economies: Measurement and Implications*, Journal of American Academy of Business, Cambridge, (2008);
- CÂMARA, Paulo; Códigos de Governo das Sociedades, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º15 (Dezembro de 2002);
- CMVM, *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas de 2009*. Disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Pages/20110519a.aspx>;
- CMVM, *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal de 2011*, da CMVM;

- COMISSÃO EUROPEIA, *Green Paper, The EU corporate governance framework*, Brussels, (2011);
- COOMBES, Paul; CHIU-YIN WONG, Simon; *Why codes of governance work*, London, (2004). Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=897422;
- DAVIES, PAUL, HOPT KLAUS, FERRARINI GUIDO, PIETRANCOSTA, ALIAN, SKOG ROLF, SOLTYSINSKI, STANISLAW, WINTER JAAP, WYMEERSCH, EDDY, *Response to the European Commission's Green Paper "The EU Corporate Governance Framework*, (22 de Julho de 2011);
- EUROPEAN COMMISSION, “*Action Plan on Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance*”, Brussels, (2003). Disponível em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52003DC0284:EN:NO>;
- EUROPEAN COMMISSION, *Green paper-the EU corporate governance framework*, Brussels, (5.4.2011);
- EUROPEAN COMMISSION, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union- A Plan to Move Forward*, COM (2003) 284, (21 de Maio de 2003). Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:EN:PDF>;
- *EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM, Statement on the comply-or-explain principle*, de 22 de Fevereiro de 2006. Disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-comply-explain_en.pdf;

- FASTERLING BJORN, *Challenging “Comply or Explain”*, in *Making Capital Markets Work through Corporate Governance* ed. By Dr. Madhav Mehra. Disponível em:<http://www.wcfcg.net/allarticle/20.pdf>;
- FERNÁNDEZ-FERNANDÉZ, J., *Ethics and the Board of Directors in Spain: The Olivencia Code of Good Governance*, *Journal of Business Ethics*, (1999),
- IPCG, *Ante-Projecto do Código de Governo das Sociedades*, (4 de Fevereiro de 2009);
- KRAMBIA-KAPARDIS, M., PASAROS, J., *The Implementation of Corporate Governance Principles in an Emerging Economy: A critique of the situation in Cyprus*, *Corporate Governance: An International Review*, (2006);
- MAASSEN, G.F., VAN DEN BOSCH, F.A.J., VOLBERDA, H., *The Importance of Disclosure in Corporate Governance Self-regulation across Europe: A review of the Winter Report and The EU Action Plan*, *International Journal of Disclosure and Governance*, (2004);
- MALLIN, CHRISTINE, *Corporate Governance*, Oxford University Press, (2007);
- NORDBERG, DONALD; *Corporate Governance, Principles and Issues*, SAGE Publishing, London/Los Angeles; (2011);
- OKIKE, E. N. M., *Corporate Governance in Nigéria: The status quo*. *Corporate Governance: An International Review*, (2007);
- O’SHEA, N., *Governance How we’ve got where we are and what’s next*, Accountancy Ireland, (2005);
- REAZ, M. and HOSSAIN, M., *Corporate Governance around the World:*

An Investigation, Journal of American Academy of Business, Cambridge, (2007);

- Report of the Committee on The Financial Aspects of Corporate Governance., cit., London, (1 de Dezembro de 1992). Disponível em: <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>;
- RISKMETRICS GROUP, BUSINESS EUROPE, ECODA, LANDWELL AND PRICEWATERHOUSECOOPERS, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, (23 September 2009);
- SANTOS, HUGO MOREDO; GUINÉ, ORLANDO VOLGER, *Tailor made corporate governance*, (2011). Disponível em: <http://www.governancelab.org>;
- SILVA, FERNANDO, O Exercício de Direitos de voto em Acções de Emitentes Nacionais pelos Fundos de Investimento Imobiliário Portugueses, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, número 34, (Dezembro de 2009);
- TAYLOR, B., *Corporate Governance: The Crisis, Investors' Losses and the Decline in Public Trust*, *Corporate Governance*, (2003);
- THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Final Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, (4 de Novembro de 2002). Disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf;
- *The Swedish Corporate Governance Code*, (1 February 2010), pg. 5. Disponível em: <http://www.corporategovernanceboard.se/media/45322/svenskkodbolagsst>

ym_2010_eng_korrigerad20110321.pdf;

- WYMEERSCH, Eddy; *Enforcement of Corporate Governance Codes*; European Corporate Governance Institute; (Junho de 2005). Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=759364;