

[A CMVM](#)[Comunicados](#)[Sistema de Difusão de Informação](#)[Recomendações](#)[Estudos e Documentos](#)[Legislação e Publicações](#)[Apoio ao Investidor /  
Mediação de Conflitos](#)[Sistema de Indemnização  
aos Investidores](#)[Consultas Públicas](#)[Dossier de Registo](#)[Contactos](#)[Mapa do Site](#)[Motor de Pesquisa](#)[\[ English Pages \]](#)

## Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas

### Introdução

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

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

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

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

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

Ao visar prosseguir uma reflexão crítica, em Portugal, sobre o governo das sociedades cotadas estas recomendações pretendem apresentar-se não só como o denominador mínimo sobre a matéria mas também como um leque de indicações adaptadas ao contexto jurídico e de mercado em Portugal.

Embora o centro do problema se prenda com as sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado e com os investidores institucionais, estas recomendações podem, naturalmente, ser seguidas também por sociedades cujas acções não estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado.

Uma vez que este documento encerra um conjunto de recomendações, é fundamental a apreciação feita pelo mercado em relação ao seu acolhimento. É, aliás, o próprio mercado que constitui o principal avaliador da bondade das opções ligadas à direcção e ao controlo que são adoptadas pelas sociedades cotadas e pelos investidores institucionais.

Estas recomendações têm conhecido uma evolução significativa, quer quanto ao seu conteúdo quer quanto à correspondente envolvente regulamentar. A sua versão originária, datada de 1999, era acompanhada de uma recomendação no sentido de uma divulgação sobre o seu cumprimento. Dois anos mais tarde, o Regulamento n.º 07/2001 da CMVM obrigou as sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado à divulgação anual de informação sobre diversos aspectos ligados ao governo societário. De entre a informação a prestar nesse âmbito salientava-se a relativa ao cumprimento das presentes recomendações ou ao seu não cumprimento e respectiva fundamentação. Em 2003 mantendo-se embora as linhas fundamentais do Regulamento n.º 7/2001, e em especial a

filosofia *comply or explain* que o enforma, este voltou a ser actualizado, por forma a tornar mais completo o relatório anual sobre governo das sociedades. Paralelamente à evolução das Recomendações, é de louvar que estas tenham conhecido um grau crescente de cumprimento por parte de sociedades portuguesas.

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

## I – Divulgação da Informação

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

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

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

**2. Não deve ser restringido o exercício activo do direito de voto, quer directamente, nomeadamente por correspondência, quer por representação. Considera-se, para este efeito, como restrição do exercício activo do direito de voto: a) a imposição de uma antecedência do depósito ou bloqueio das acções para a participação em assembleia geral superior a 5 dias úteis; b) qualquer restrição estatutária do voto por correspondência; c) a imposição de um prazo de antecedência superior a 5 dias úteis para a recepção da declaração de voto emitida por correspondência; d) a não existência de boletins de voto à disposição dos accionistas para o exercício do voto por correspondência.**

*A disciplina genérica constante do Código das Sociedades Comerciais relativa ao exercício do direito de voto deixa margem a que as sociedades, nos respectivos estatutos, consagrem medidas para estimular o exercício desse direito tendentes a combater o absentismo dos accionistas nas reuniões da Assembleia Geral. Na esteira dessa filosofia, o Código dos Valores Mobiliários veio confirmar o princípio da admissibilidade de voto por correspondência em assembleias gerais das sociedades abertas e desenvolver o regime de representação de accionistas, através de solicitação de procuração. Acresce que, neste sentido, foram elaboradas e divulgadas as Recomendações da CMVM relativas ao Exercício do Voto por Correspondência em Sociedades Abertas que se traduzem num conjunto de indicações práticas cuja observação deverá contribuir para uma utilização equitativa e eficiente da votação por correspondência.*

## III – Regras Societárias

**3. A sociedade deve criar um sistema interno de controlo, para a detecção eficaz de riscos ligados à actividade da empresa, em salvaguarda do seu património e em benefício da transparência do seu governo societário.**

*Os procedimentos internos de controlo visam apoiar a administração na detecção de riscos relevantes (financeiros, ambientais, jurídicos, de entre outros). A criação de um sistema de controlo de risco (por exemplo, através da existência de unidades orgânicas dedicadas à auditoria interna e/ou à gestão de riscos) constitui não apenas um factor de redução de risco, mas também contribui para auxiliar a qualidade da informação divulgada ao mercado. Trata-se, nessa medida, de um meio privilegiado para a garantia de um governo societário transparente.*

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

*A eficiência do mercado de controlo accionista assenta sobretudo no direito à transmissibilidade das acções, na possibilidade irrenunciável concedida ao accionista de apreciação da situação da sociedade e na responsabilização dos seus dirigentes pelos resultados obtidos. É, por isso, desaconselhável a adopção de certas medidas defensivas que, procurando a todo o custo*

conter o êxito de ofertas públicas de aquisição sem o acordo do órgão de administração, acabem por lesar os interesses dos sócios e da sociedade.

#### IV - Órgão de Administração

**5. O órgão de administração deve ser composto por uma pluralidade de membros que exerçam uma orientação efectiva em relação à gestão da sociedade e aos seus responsáveis.**

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

**6. O órgão de administração deve incluir pelo menos um membro que não esteja associado a grupos de interesses específicos, por forma a maximizar a prossecução dos interesses da sociedade.**

*O órgão de administração deve incluir pelo menos um membro não associado a grupos específicos de interesses, comumente designado como independente, de forma a que na gestão da sociedade sejam consideradas todas as ideias de interesse comum presentes na sociedade.*

**7. O órgão de administração deve criar comissões de controlo internas com atribuição de competências na avaliação da estrutura e governo societários.**

*As escolhas que as sociedades adoptam no tocante à sua governação não se cristalizam, nem a reflexão sobre a mesma feita se pode esgotar no momento anual de prestação de informação sobre esta matéria ao mercado. Antes devem ser objecto de uma reavaliação permanente à luz de cada opção estratégica assumida e da envolvente geral que as condiciona. Assim, à semelhança do que sucede com outros problemas de controlo interno, os problemas de governo societário reclamam uma estrutura permanente, cuja criação deve constituir uma incumbência do órgão de administração.*

**8. A remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estruturada por forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses da sociedade e deve ser objecto de divulgação anual em termos individuais.**

*Ao aproximar os interesses dos membros do órgão de administração dos interesses dos accionistas da sociedade, uma política remuneratória desta natureza é susceptível de conduzir à maximização do esforço de boa gestão, da qual sairão, naturalmente, beneficiados a sociedade e os seus accionistas. A transparência respeitante à remuneração constitui um corolário do alinhamento de interesses entre os administradores e a sociedade, porquanto a revelação da repartição interna das remunerações permite verificar os incentivos existentes para premiar o empenhamento dos membros do órgão de administração na prossecução dos objectivos comuns. Esta medida constitui por isso prática dominante na Europa, recomendada no Plano de Acção da Comissão Europeia.*

**9. Os membros da comissão de remunerações ou equivalente devem ser independentes relativamente aos membros do órgão de administração.**

*O Código das Sociedades Comerciais prevê que a remuneração dos administradores seja fixada pela assembleia geral ou por comissão de accionistas por esta eleita (artigo 399.º, n.º 1). Porém, o desiderato legal de prevenção de problemas de conflito de interesses, subjacente a tal normativo, será atingido se a composição desta comissão incluir apenas pessoas independentes em relação à administração, e que não possam ser influenciadas por estas. O conceito de independência utilizado neste contexto encontra-se estabelecido no n.º 9 do Capítulo I do Anexo ao Regulamento da CMVM n.º 7/2001.*

**10. A proposta submetida à assembleia geral relativamente à aprovação de planos de atribuição de acções e/ou de opções de aquisição de acções a membros do órgão de administração e/ou a trabalhadores deve conter todos os elementos necessários para uma avaliação correcta do plano. O regulamento do plano, se já estiver disponível, deve acompanhar a proposta.**

*A participação de trabalhadores e membros do órgão de administração no capital de*

*sociedades tem-se tornado, nos últimos anos, cada vez mais popular, assumindo diversas modalidades, como sejam, a título de exemplo, a atribuição de acções com desconto ou a criação de planos contratuais de longa duração prevendo opções de aquisição de acções (stock option plans).*

*Considerando que os planos que envolvem a alienação de acções próprias dependem de autorização da assembleia geral (artigo 320.º n.º 1 do Código das Sociedades Comerciais) e tendo presente a influência destas atribuições, qualquer que seja a modalidade assumida, na situação económica do emitente e a sua natureza remuneratória, especialmente relevante no caso de membros do órgão de administração, a proposta submetida à assembleia geral relativa à aprovação desses planos deve ser completa.*

*A título de exemplo, e sem prejuízo de outros elementos obrigatórios por força da lei, no caso de atribuição de acções e/ou de opções, contribui para a completude da proposta a indicação da justificação para a adopção do plano, da categoria e do número de destinatários do mesmo, das condições de atribuição, dos critérios relativos à determinação do preço das acções ou do preço de exercício das opções, do número e das características das acções a atribuir, do período durante o qual as opções poderão ser exercidas, dos incentivos para a aquisição de acções e/ou exercício de opções e da competência do órgão de administração para a execução e/ou modificação do plano.*

## **V– Investidores Institucionais**

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

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