

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE
CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DE
LISBOA



ISCAL

O GOVERNO DAS SOCIEDADES NAS EMPRESAS PORTUGUESAS COTADAS

Cumprimento das recomendações e desempenho das sociedades

Maria Dulce Rodrigues da Silva

Lisboa, março de 2018

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E
ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

O GOVERNO DAS SOCIEDADES NAS EMPRESAS PORTUGUESAS COTADAS

Cumprimento das recomendações e desempenho das sociedades

Maria Dulce Rodrigues da Silva

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Análise Financeira, realizada sob a orientação científica do Professor Doutor Joaquim Ferrão, Professor Adjunto na área científica de finanças e economia.

Constituição do Júri:

Presidente: Prof. Especialista José Nuno Sacadura

Vogal: Prof. Doutor Vitor Pereira

Vogal: Prof. Doutor Joaquim Ferrão

Lisboa, março de 2018

Declaração

Declaro ser a autora desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido (no seu todo ou qualquer das suas partes) a outra instituição de ensino superior para obtenção de um grau académico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas. Mais acrescento que tenho consciência de que o plágio – a utilização de elementos alheios sem referência ao seu autor – constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

Agradecimentos

Há sempre um conjunto de pessoas que nos motivam e que contribuem para a conquista de um objetivo. A sorte de ter alguém que de forma generosa nos incentiva e vive um projeto nosso é inexplicável.

O meu agradecimento à minha família pela força que sempre demonstrou em todas as adversidades, foi ela que tanto me ajudou no desenvolvimento deste projeto. Mãe, Norberto, José, Elsa e Guida, agradeço o vosso apoio e a vossa compreensão.

Ao meu orientador, Professor Doutor Joaquim Ferrão, agradeço a disponibilidade, o profissionalismo e o conhecimento transmitido na realização desta dissertação.

Partilharmos este desafio com alguém que entende de perto a ânsia de elaborar um trabalho do qual nos orgulhamos no fim, encorajou-me a redigir cada página. Obrigada afilhado, Ana, Mariana, Raquel e Sónia.

Aos que genuinamente me apoiaram, aproveito para demonstrar a minha sincera gratidão.

Por fim, obrigada à pessoa que me incentivou a iniciar e a vencer este desafio.

Obrigada!

Resumo

O Governo das Sociedades é tido muitas vezes como um sistema de controlo e de gestão das sociedades, tendo ganho ênfase na década de 90. Este tem como premissa combater problemáticas como os custos de agência, a assimetria de informação, a falta de transparência e as falhas na divulgação de informação através da implementação de políticas e de procedimentos de controlo.

Com base nos relatórios anuais sobre o Governo das Sociedades, foi analisado o grau de cumprimento das recomendações das sociedades portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa para o período de 2014 a 2016. Concluiu-se que o grau de acolhimento manteve-se constante ao longo do período da amostra. As recomendações com menor grau de adoção estão relacionadas com a estrutura do órgão de administração, nomeadamente, a independência dos membros não executivos e a dualidade de funções do presidente do conselho de administração e da comissão executiva.

Adicionalmente, quando analisada a relevância de cada recomendação do Código da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, que deu origem ao Índice, verifica-se que a maioria das sociedades assume valores entre os 2500 e os 3000, sendo o máximo atingido o de 3708, numa escala que vai até 4058.

Por fim, a análise econométrica permitiu-nos concluir que o número de administradores não executivos independentes e de membros femininos, a remuneração do órgão de administração, o facto de pertencer ao PSI-20 e o auditor ser um dos *Big 4* influenciam positivamente o Índice. Na segunda regressão linear estimada observou-se uma relação estatisticamente significativa entre o desempenho das sociedades e o número de administradores não executivos independentes.

Palavras-chave: Governo das sociedades, desempenho das sociedades, Portugal, empresas cotadas, Tobin's Q e grau de cumprimento.

Abstract

Corporate Governance is often seen as a system of control and management of companies, having achieved emphasis in the 90's. It has as a premise to address issues such as agency cost, information asymmetry, lack of transparency and the flaws in the information disclosure through the implementation of control policies and procedures.

Based on the Corporate Governance's annual reports, it was analyzed the recommendations compliance degree by the Portuguese companies listed on Euronext Lisbon for the period of 2014-2016. It was concluded that the degree of compliance remained constant throughout the sample period. The recommendations with a lower degree of adoption are related to the structure of the board of directors, namely, with the independence of outside directors and with the duality of the chief executive officer and the chairman of the board.

In addition, when analyzed the relevance of each recommendation of the *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* code, which was one of the steps to construct the index, it was verified that most companies assume values between 2500 and 3000, with the maximum reached 3708, on a scale up to 4058.

Finally, the econometric analysis allowed us to conclude that the number of independent outside directors and female members in the board of directors, the remuneration of board of directors, the fact of belonging to the PSI-20 and the fact that the auditor belongs to the denominated Big 4 influence the index positively. In the second estimated linear regression, a statistically significant relationship was observed between corporate performance and the number of independent outside directors.

Keywords: Corporate Governance, firm performance, Portugal, listed companies, Tobin's Q and degree of compliance.

Índice

Índice de quadros	x
Índice de figuras	xi
Lista de abreviaturas	xii
1.Introdução.....	1
2.O Governo das Sociedades.....	5
2.1. Enquadramento teórico.....	5
2.1.1. Conceito e génese do Governo das Sociedades.....	5
2.1.2. A importância do Governo das Sociedades.....	9
2.1.3. Os sistemas de Governo das Sociedades.....	10
2.1.4. Os mecanismos de Governo das Sociedades.....	12
2.2. Alguns estudos empíricos na área do Governo das Sociedades	15
2.3. Os Códigos de Governo das Sociedades.....	23
2.3.1. O Código de Governo das Sociedades da CMVM – 2013.....	24
2.3.2. O Código de Governo das Sociedades do IPCG – 2014	27
2.3.3. Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades – 2004.....	30
2.3.4. O Código de Governo das Sociedades cotadas da CNMV – 2015.....	32
2.3.5. Comparação dos Códigos.....	37
3.Estudo empírico aplicado às empresas portuguesas cotadas	44
3.1. Metodologia de investigação	44
3.1.1. Objetivos	44
3.1.2. Recolha dos dados.....	45
3.1.3. Amostra.....	45
3.1.4. Definição do <i>Score</i> de GS das empresas portuguesas cotadas	47
3.1.5. Construção do Índice de GS das empresas portuguesas cotadas.....	49
3.1.6. Hipóteses de investigação	50
3.1.7. Variáveis do estudo	54

3.2. Análise dos resultados	56
3.2.1. <i>Score</i> de GS das empresas portuguesas cotadas.....	56
3.2.2. Índice de GS das empresas portuguesas cotadas.....	59
3.2.3. Regressão linear múltipla.....	65
4. Conclusão	69
4.1. Limitações de âmbito e pesquisas futuras.....	71
Referências Bibliográficas	72
Apêndice I – Empresas da amostra	84
Apêndice II – Comparação dos Código de CG.....	85
Apêndice III – Correspondência das recomendações da CMVM	95
Apêndice IV – Índice - Ponderações das recomendações da CMVM	98
Apêndice V – <i>Score</i> por sociedade 2014-2016.....	99
Apêndice VI – <i>Score</i> por recomendação 2014-2016	100
Apêndice VII – Índice por sociedade (2014-2016)	101

Índice de quadros

Quadro 2.1. Algumas especificações do Código da CMVM.....	27
Quadro 2.2. Algumas especificações do Código do IPCG.....	30
Quadro 2.3. Algumas especificações do Código da CNMV.....	36
Quadro 2.4. Composição dos Códigos de GS.....	37
Quadro 2.5. Capítulos dos Códigos de GS.....	38
Quadro 3.1. Níveis de relevância das recomendações da CMVM.....	50
Quadro 3.2. Número de membros do órgão de administração.....	62
Quadro 3.3. Número de mulheres no CA.....	63
Quadro 3.4. Índice de GS das empresas portuguesas cotadas – Medidas estatísticas.....	63
Quadro 3.5. Índice de GS das empresas portuguesas cotadas PSI-20 – Medidas estatísticas.....	64

Índice de figuras

Figura 2.1. Modelo de matriz anglo-saxónica reforçado.....	11
Figura 2.2. Modelo monista/latino reforçado.....	12
Figura 2.3. Modelo dualista reforçado.....	12
Figura 2.4. Mecanismos internos e externos de GS.....	13
Figura 2.5. Perspetiva ampliada dos mecanismos de GS internos e externos.....	14
Figura 3.1. Modelo de governo adotado pelas empresas portuguesas cotadas.....	46
Figura 3.2. <i>Score</i> por sociedade (2014-2016).....	59
Figura 3.3. Índice por sociedade (2014-2016)	60
Figura 3.4. Índice por sociedade PSI-20 (2014-2016)	61
Figura 3.5. Regressão em <i>Fixed Effects</i> - Índice.....	65
Figura 3.6. Regressão em <i>Random Effects</i> - Índice.....	66
Figura 3.7. Regressão em <i>Random Effects</i> – Tobin’s Q.....	67

Lista de abreviaturas

AEM – Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado

AG – Assembleia-Geral

BANIF – Banco Internacional do Funchal, S.A.

BES – Banco Espírito Santo, S.A.

CA – Conselho de Administração

CAE – Conselho de Administração Executivo

CEO - *Chief Executive Officer*

CG – *Corporate Governance*

CGS – Concelho Geral de Supervisão

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CNMV – *Comisión Nacional del Mercado de Valores*

CR – Comissão de Remunerações

ECGI – Instituto Europeu de *Corporate Governance*

EUA – Estados Unidos da América

GS – Governo das Sociedades

IPCG - Instituto Português de *Corporate Governance*

MLSS – *Multiple Large Shareholders Structure*

NYSE - *New York Stock Exchange*

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PSI – Portugal *Stock Index*

RACG – Relatório Anual de Governo das Sociedades

ROC – Revisor Oficial de Contas

S.A. ou SA – Sociedade Anónima

SPSS - *Statistical Package for the Social Sciences*

SOX - *Sabarnes-Oxley Act*

1. Introdução

A importância e as referências ao Governo das Sociedades (GS) ou *Corporate Governance* (CG) surgem inúmeras vezes associadas aos escândalos financeiros (Agrawal e Cooper, 2017; Schelker, 2013 e Hopt, 2008). Se é verdade que, por um lado, foram estes que desferiram a discussão sobre o GS, por outro, há que mencionar o facto de que aqueles fomentaram a busca de um aperfeiçoamento constante do GS ao longo das últimas décadas.

O GS adquiriu especial relevância após o colapso da *Enron*. Tornou-se num tópico de enorme interesse, quer nos meios de comunicação quer nos investidores institucionais mais ativistas que procuravam prevenir casos futuros (Bhagat, Bolton e Romano, 2008: 1805). As empresas viram-se forçadas a repensar o governo das suas sociedades na sequência da revisão das normas e recomendações sobre o GS (*ibid.*: 1805-1806). Bem como, refletir sobre a falta de eficácia de determinados mecanismos de GS (Silva, *et al.*, 2006: 26).

A investigação deste tema está, indubitavelmente, conectada à importância do GS nos mercados financeiros e ao relevo atribuído pelos acionistas e potenciais investidores aos mecanismos internos e externos do GS. Segundo a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), um bom governo das sociedades não só contribui para a estabilidade dos mercados financeiros, do investimento e do crescimento económico, como também, influencia a própria competitividade das empresas (OCDE, 2004: 3).

Em Portugal as sociedades vêm-se obrigadas a divulgar a informação sobre o GS pelo artigo 245.º-A do Código dos Valores Mobiliários (Pinto e Moura, 2015: 136). As sociedades devem escolher um Código de GS através do qual devem reger-se. Contudo, a adoção das recomendações não tem natureza coerciva, tratando-se, assim, de uma *soft law* (*ibid.*: 136).

É sobre o cumprimento das recomendações e a influência do GS no desempenho das sociedades que esta dissertação se debruça. Para tal, no desenvolvimento desta investigação foram tidos em conta dois estudos. O realizado pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e o divulgado pela parceria entre a Universidade Católica Portuguesa (Católica) e a Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado (AEM). Os últimos relatórios divulgados por estas entidades dizem respeito aos

dados de 2014 e 2013, respetivamente. Desta forma, pretende-se apresentar um estudo mais atual e realizar uma análise comparativa entre os anos seleccionados.

No relatório da CMVM são aglomeradas informações sobre o GS das sociedades cotadas. Aquelas são disponibilizadas nos relatórios anuais de GS de cada sociedade (RACG). Os relatórios das entidades encontram-se estruturados de acordo com o Anexo I do Regulamento da CMVM n.º 4/2013. Havendo uma segunda parte dedicada ao relato do grau de acolhimento e à justificação da não adoção, se for caso disso, das recomendações do Código de Governo das sociedades da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Código da CMVM). De notar, que este órgão de supervisão excluiu da análise as sociedades desportivas e a Caixa Económica Montepio Geral.

No seu estudo, a CMVM denotou uma melhoria global dos RACG e uma preocupação efetiva na divulgação da informação (Relatório CMVM, 2015: 22-23). Contudo, ressaltaram a existência de informações menos claras e incompletas (*ibid*: 23). As situações mais inquietantes prendem-se com a ausência de identificação objetiva das pessoas detentoras de participações qualificadas, dos motivos pelos quais os órgãos sociais nomeiam um representante, do funcionamento da política de comunicação de irregularidades, dos critérios de nomeação dos membros da comissão de remunerações (CR), da divulgação das remunerações do conselho de administração (CA), por último, a pouca relevância denotada no controlo dos negócios realizados com partes relacionadas (*ibid*: 24-27).

No que concerne ao princípio «*Comply or Explain*», a CMVM destacou a inexistência de justificações e a apresentação de argumentos inadequados (*ibid*: 30). Por exemplo, algumas sociedades identificaram como membros independentes, detentores de participações qualificadas ou representantes de um titular de participação qualificada (*ibid*: 28). Do mesmo modo, nem sempre foi possível verificar a independência dos membros da CR (*ibid*: 28). A nível das remunerações, foi indicado que a sociedade não tem qualquer sistema de benefícios de reforma, no entanto, existiam Planos Poupança Reforma (*ibid*: 29), por fim, por vezes não foi possível verificar a prática dos critérios ditos como aplicados (*ibid*: 29).

Com uma abordagem algo distinta, também a Católica/AEM desenvolveram um estudo empírico sobre o grau de cumprimento das recomendações do Código da CMVM. Este estudo teve a particularidade de analisar o acolhimento com base na relevância de cada recomendação (Católica/AEM, 2014: 9). Para analisar a importância de cada

recomendação compararam o Código da CMVM com documentos internacionais equiparados (*ibid.*: 9). As recomendações com correspondência em todos os documentos foram classificadas com a relevância máxima (*ibid.*: 9-10). Aquelas sem correspondência ou com relevo mínimo não obtiveram qualquer ponderação e não foram objeto de análise (*ibid.*: 1-2). Após a atribuição da ponderação e análise do acolhimento construíram o Índice e o Rating de Governo Societário Católica Lisbon /AEM. Por fim, desenvolveram uma regressão econométrica com o intuito de explicar a influência de alguns mecanismos de GS no Índice.

Os documentos utilizados pela Católica/AEM para a comparação do Código da CMVM foram: os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades (Princípios da OCDE), as recomendações e regras de Direito Europeu e o Código de *Corporate Governance* do Reino Unido (*ibid.*: 9). Das recomendações e sub-recomendações analisadas, 20 não tinham qualquer relevo, 30 obtiveram correspondência em pelo menos um dos *benchmark* internacionais, 19 adquiriram relevo médio e 1 relevo máximo (*ibid.*: 10). Aferiram que o número de recomendações sem correspondência é algo que consideram preocupante, contudo reconheceram o esforço da CMVM em melhorar o Código vigente em Portugal (*ibid.*: 10).

Quanto ao acolhimento, concluíram que as sociedades integrantes do Portugal *Stock Index* (PSI-20) apresentam melhores resultados (*ibid.*: 13) e que a única recomendação com relevância cumprida por todas as entidades da amostra aborda a proibição de mecanismos *anti takeover* (*ibid.*: 14). As menos acolhidas referem-se às remunerações e à independência dos órgãos sociais (*ibid.*: 14-19).

Num Índice que pode variar entre os 5000 e os 10.000, a média da totalidade da amostra foi de 9124, sendo que 25% das sociedades obtiveram um Índice superior a 9603 (*ibid.*: 40). O valor mínimo foi de 7417. Relativamente ao Rating, 26,8% estavam na sub-classe AAA, havendo uma maior concentração de entidades na classe A que assume valores entre os 8650 e os 10.000 (*ibid.*: 43). Quanto à regressão linear há uma relação estatisticamente significativa (positiva) do Índice com as receitas e com a variável qualitativa PSI-20 (*ibid.*: 48-49). Não há significância estatística entre a escolha do modelo e o Índice, contudo, as sociedades que adotam o modelo anglo-saxónico tendem a acolher mais recomendações. As empresas do setor da construção tendem a apresentar um valor do Índice mais baixo (*ibid.*: 48-49).

O objetivo essencial da presente dissertação consiste na apresentação de um estudo sobre a evolução do grau de cumprimento das recomendações do Código da CMVM e a influência de diversos mecanismos de GS no desempenho das sociedades e na adoção das recomendações. A amostra é constituída pelas sociedades portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa, no período de 2014 a 2016. Assim a pergunta de partida é: ao longo dos últimos três anos, qual é a evolução do grau de cumprimento das recomendações de GS nas sociedades portuguesas cotadas, quer observando o Código da CMVM tal como ele se apresenta quer tendo em conta o nível de relevância de cada recomendação, e qual é a influência dos mecanismos adotados na performance das mesmas?

A dissertação é composta por duas partes principais, o enquadramento teórico e a investigação empírica. Primeiramente, é abordado o conceito e a génese do GS, a sua importância, os sistemas que surgem associados ao GS, os mecanismos internos e externos daquele, alguns estudos empíricos e, por fim, os Códigos de GS. Neste último, expõe-se os normativos utilizados na análise da relevância das recomendações do Código da CMVM. Eles são o Código de Governo das Sociedades do Instituto Português de *Corporate Governance* (Código do IPCG), os Princípios da OCDE e *El Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas* da *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (Código da CNMV). No capítulo três, na parte empírica, é apresentada a metodologia, a amostra, os objetivos e os resultados. A análise dos resultados encontra-se dividida em três partes, primeiro, são descritos os achados obtidos através do cálculo do *Score* das sociedades portuguesas cotadas, seguidamente, os do Índice e, por fim, os da análise estatística às duas regressões utilizadas. A parte textual termina com o capítulo quatro, com as principais conclusões deste trabalho.

2. O Governo das Sociedades

2.1. Enquadramento teórico

2.1.1. Conceito e génese do Governo das Sociedades

Em Portugal, o objeto em estudo designa-se por Governo das Sociedades, no Brasil por Governança Corporativa, ao nível anglo-saxónico, é denominado por *Corporate Governance* e em relação ao país vizinho, *Gobierno Corporativo*. Conveniente será, então, debruçarmo-nos sobre este conceito e a sua origem.

De acordo com o Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG) o conceito abrange, possivelmente, os mais variados fenómenos económicos, razão pela qual encontramos distintas definições na literatura produzida sobre este tema (IPCG). No «Livro Branco sobre o *Corporate Governance* em Portugal» a expressão designa:

[...]o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objectivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, actividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência (Silva, *et al.*, 2006: 12).

No relatório de *Cadbury* (1992: ponto 2.5) publicado em Londres é possível ler-se:

Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. Boards of directors are responsible for the governance of their companies. The shareholders' role in governance is to appoint the directors and the auditors and to satisfy themselves that an appropriate governance structure is in place. The responsibilities of the board include setting the company's strategic aims, providing the leadership to put them into effect, supervising the management of the business and reporting to shareholders on their stewardship. The board's actions are subject to laws, regulations and the shareholders in general meeting.

Por sua vez, o Banco Central Europeu, no *Annual Report 2004* (2005: 219), define o vocábulo da seguinte forma:

Procedures and processes according to which an organisation is directed and controlled. The corporate governance structure specifies the distribution of rights and responsibilities among the different participants in the organisation – such as the

board, managers, shareholders and other stakeholders – and lays down the rules and procedures for decision-making.

Das várias aceções supramencionadas, ressalta que o GS é o sistema através do qual as empresas são dirigidas e controladas, é tido como um método de controlo e protecção de todas as partes interessadas. Como tal, o foco do GS é o problema de agência (Roy, 2016: 31). Os mecanismos de GS procuram mitigar os conflitos entre proprietários e gestores, nomeadamente quando a propriedade pertence a indivíduos/entidades diferentes dos que controlam a sociedade. Pretendem, ainda, atenuar possíveis tensões entre outros agentes: acionistas maioritários e minoritários, gestores e credores, gestores e trabalhadores e governo e empresas.

Shleifer e Vishny (1997: 737-738) defendem que o GS engloba mecanismos através dos quais os investidores asseguram o retorno do investimento, relacionando diretamente o GS à Teoria de Agência.

Para Blanchard (2003: 2) o conceito de GS abarca um sistema de controlo criado para monitorizar a atividade de uma sociedade e os possíveis conflitos de interesse entre os diferentes *stakeholders*. O CA é, por norma, considerado o mecanismo mais importante ao qual cabe cumprir estes objetivos, atuando em prol dos *stockholders*, ao mesmo tempo que intenta, maximizar o valor da sociedade ou das suas ações.

John e Senbet (1998: 372) afirmam que o GS assume mecanismos através dos quais os *stakeholders* de uma sociedade controlam os *insiders* e administradores, de modo a salvaguardar a prossecução de objetivos comuns. Referem, ainda, dada a separação da propriedade e do controlo, o objecto do GS é a forma como os *stakeholders* controlam a gestão da sociedade.

Uma definição simples do GS é a de que este subsiste num sistema de leis, regras e fatores que controlam as operações de uma empresa (Gillan e Starks, 1998: 4). Por sua vez, para Zingales, L. (1997: 3) o GS é um sistema com um conjunto complexo de restrições que moldam a negociação *ex-post* sobre os lucros gerados pela empresa.

De acordo com Lane (2003: 82) podem ser consideradas duas abordagens principais ao GS. A primeira pretende garantir o máximo retorno aos investidores, ou seja, está unicamente preocupada com a relação entre os credores (*shareholders* e instituições financeiras) e os gestores. A segunda remete-nos para os *stakeholders*, na medida em que o seu foco incide sobre toda a rede de relações formais e informais, determinando o controlo

a ser exercido nas sociedades e como os riscos e retornos deverão ser distribuídos pelos vários *stakeholders*.

No que concerne à gênese do GS, segundo Esperança *et al.* (2011: 33) e Bocean e Barbu (2007: 125) há indícios de que a primeira abordagem ao tema tenha sido feita por Adam Smith, o pai da economia moderna. Através da sua monografia «A riqueza das Nações», publicada pela primeira vez em Londres, decorria o ano de 1776, o autor expressa a sua opinião sobre o possível conflito de interesses entre os proprietários e os gestores:

«...[S]endo administradores, mais do dinheiro de terceiros do que do seu próprio dinheiro, não se pode esperar que cuidem dele com a mesma vigilância aturada com que frequentemente os membros de uma sociedade privada cuidam do seu...Deste modo, a negligência e o esbanjamento têm sempre, mais ou menos, que prevalecer na administração dos negócios de uma companhia...» (Smith, 1950: 362-363).

No século XX, mais precisamente em 1932, Adolph Berle e Gardiner Means agraciaram a literatura sobre o GS com a obra *The Modern Corporation and Private Property*. Esta surge na sequência da recessão económica provocada pela Crise de 1929, também conhecida como a Grande Depressão. A obra enfatiza, mais uma vez, a relação de propriedade e de controlo, no momento em que as pequenas empresas transitam para sociedades de grande dimensão com propriedade plural e dispersa (Monteiro, 2017).

Mais recentemente, em dezembro de 1992, surgiu o conhecido Relatório de *Cadbury*, publicado em Londres, e intitulado *The Financial Aspects of Corporate Governance*, baseado em três princípios abertura, integridade e responsabilidade. Adrian Cadbury era o *Chairman* do *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* e é um dos pioneiros do GS. Um dos objetivos do relatório de Cadbury é o de contribuir positivamente para um bom governo das sociedades como um todo, procurando atingir os mais elevados padrões do comportamento empresarial (Cadbury, 1992: ponto 1.2 e ponto 1.3). No mesmo documento é citado que a *London Stock Exchange* iria exigir a todas as empresas registadas no Reino Unido o cumprimento do *Code of Best Practice* integrado no Relatório de *Cadbury* (o que veio a ser um facto). Este passou a ser um dos requisitos obrigatórios para as empresas continuarem registadas (Cadbury, 1992: ponto 1.3), estando, ainda, sujeitas ao princípio *comply-or-explain*, ou seja, caso alguma das recomendações não seja aplicada, as sociedades têm de explicar o motivo. Algumas das recomendações do referido relatório assentam na necessidade da realização de reuniões regulares do CA e a supervisão do mesmo, definição de um limite dos mandatos dos gestores, divulgação dos honorários

auferidos pelos diretores executivos e a existência de auditorias às empresas, mais especificamente, à sua gestão (Pinto, 2013: 173). Segundo Dahya, Mcconnel e Travlos (2002), após a entrada em vigor das recomendações do Comité *Cadbury* verificou-se um aumento do número de membros nos CA, uma maior rotação dos *Chief Executive Officer* (CEO), um aumento no número de membros não executivos, bem como, uma redução no número de empresas onde o CEO e o Presidente do Conselho de Administração eram o mesmo. Neste sentido, Bhagat e Bolton (2008: 271) concluíram que a separação de funções relativamente ao cargo de CEO e de *Chairman* está correlacionada positivamente com o desempenho da sociedade, de forma estatisticamente significativa.

Mais tarde, em 1999, a OCDE aprovou os Princípios da OCDE. Com este ato, a OCDE pretendeu criar linhas orientadoras para boas práticas numa economia de mercado. Entretanto, o documento sofreu duas revisões. A de 2004, visou atualizar os conhecimentos sobre a matéria, tendo em conta a sua evolução e as novas preocupações à data. Mais recentemente, em setembro de 2015, sob a coordenação da OCDE e com a contribuição de especialistas de diferentes organismos, entre os quais: países do Comité de Basileia de Supervisão Bancária, do G20 (não-membros da OCDE), do Conselho de Estabilidade Financeira e do Grupo do Banco Mundial. Uma das alterações prendeu-se com a necessidade das regras e regulamentos do mercado de ações confluírem com as exigências de um GS eficaz, quer no país de constituição da sociedade, quer internacionalmente (OCDE, 2016: 16-17). Assim, desenvolveram princípios que recomendam a cooperação dos reguladores internacionais, principalmente, no que concerne ao intercâmbio de informações (*ibid.*: 17). De igual modo, as sociedades cotadas em diversas bolsas internacionais devem divulgar as leis de GS e outros regulamentos aplicáveis (*ibid.*: 35). A OCDE alerta, ainda, para a relevância de como o direito penaliza ou proíbe ações que violam um bom GS (*ibid.*: 35).

Nos Estados Unidos da América (EUA), a lei de *Sabarnes-Oxley Act* de 2002 (SOX) surgiu na sequência de vários escândalos financeiros. Esta lei tinha como objetivo primordial proteger os investidores. Para além, de restabelecer a confiança no mercado e a credibilidade nas informações emitidas pelas sociedades, a fim de evitar a evasão dos investidores devido à insegurança dos investidores no mercado. Desta forma, pretendia que as divulgações efetuadas pelas empresas fossem mais precisas e fiáveis, procurando, concomitantemente, o fortalecimento da supervisão e do controlo interno. Todas as empresas cotadas nos EUA são obrigadas a cumprir com os preceitos da lei SOX. Na

Secção 802 do Título VIII – *Corporate and criminal fraud accountability*, são descritas as penalidades que acarreta a não observância destas regras e as punições que poderão incluir multas, penas de prisão ou ambos (Contributors, 2009).

Segundo Blanchard (2003:4), na sequência da revisão das normas e recomendações do GS para as sociedades cotadas na *New York Stock Exchange* (NYSE), solicitada pelo *Securities and Exchange Commission* à NYSE, foram aprovadas várias medidas entre as quais a necessidade da maioria dos membros do CA serem independentes. Por outro lado, todos os membros da Comissão de Remunerações e da Comissão do Governo das Sociedades devem ser independentes (*ibid.*: 4). A Comissão de Auditoria de todas as sociedades cotadas deve ser composta por três membros que deverão ser, obrigatoriamente, independentes (*ibid.*: 4). Finalmente, todas as empresas cotadas devem ter um Auditor Interno, da mesma forma que, todas as sociedades cotadas necessitam adotar as normas mínimas e emitir diretrizes sobre o seu governo (*ibid.*: 4).

2.1.2. A importância do Governo das Sociedades

O GS é um dos elementos cruciais para garantir a saúde financeira e económica das empresas. Hopt (2008: 11) afirma que «[u]ma boa *corporate governance* é um activo para as sociedades. [...] Uma governação insatisfatória é punida com descidas da cotação das acções e vem-se tornando um factor relevante na concorrência internacional». Um melhor governo permite o acesso aos mercados com condições mais favoráveis, facto imprescindível para as sociedades que tencionam aumentar os seus fundos (Doidge, Karolyi e Stulz, 2007: 2).

Do ponto de vista da OCDE, o governo das sociedades é essencial para conquistar a confiança dos investidores e para a formação e alocação do capital. Apensa, também, que a adoção de boas práticas relativamente ao governo das sociedades transmitirá aos acionistas uma mensagem positiva quanto à salvaguarda dos seus direitos reduzindo, desta forma, o custo de capital e as dificuldades de acesso ao mercado de capitais. Estas boas práticas poderão ser fundamentais no momento em que uma empresa pretenda atrair investimento estrangeiro (OCDE, 2016).

De acordo com Long (2015), através do GS procura-se proteger os acionistas e *stakeholders* dos comportamentos egoístas por parte dos gestores. Assim, a aplicação dos princípios do GS busca minimizar os conflitos de interesse no processo de tomada de

decisão, assegurar uma avaliação dos atos das empresas e alinhar políticas e procedimentos das entidades com o enquadramento legal e regulamentar.

No que concerne às recomendações, estas enfatizam a Teoria de Agência, exortando a transparência para com os acionistas através da divulgação de informação, da realização de uma Assembleia-Geral (AG) anual com a presença de todos os proprietários e da facilidade para o exercício dos direitos destes (Long, 2015).

Segundo Abdullah, Murad e Hasan (2015: 404) o objetivo intrínseco do GS «[...] *is to ensure that all of future actions of the corporation will be based on principles of equity, fairness, justice, transparency, ubiquitous accountability, integrity, and objectivity in order to satisfy its stakeholders.*». Kirkpatrick (2004: 1) afirma que um bom governo das sociedades, para além de reforçar a confiança do mercado, adensa a integridade e a eficiência do mesmo, que por sua vez promovem o crescimento económico e a estabilidade financeira.

A adoção de um sistema de GS procura prevenir as empresas de situações desfavoráveis através do uso de boas práticas capazes de mitigar e eliminar riscos, mas também garantir o uso dos ativos da empresa de maneira eficiente e de acordo com os interesses de todos os acionistas e *stakeholders*.

2.1.3. Os sistemas de Governo das Sociedades

Tradicionalmente, são considerados dois sistemas subjacentes ao GS: o sistema continental (ou de controlo interno) e o anglo-saxónico (ou de controlo externo) (Silva, *et al.*, 2006: 20). O primeiro abarca três modelos: o alemão, que se define como sendo dualista; o latino que, normalmente, é monista e, por fim, o Japonês, caracterizando-se por uma estrutura do Conselho de Administração e Fiscalização monista. O segundo sistema engloba o modelo anglo-saxónico e é, também ele, de cariz monista (Silva, *et al.*, 2006: 20-26).

O sistema continental tem como áreas de referência a Europa Continental e o Japão (Silva, *et al.*, 2006: 20). Por norma, a propriedade das empresas é muito concentrada e os acionistas são, regra geral, bancos, empresas e famílias (*ibid.*: 20). Os mercados de capitais são estreitos e ilíquidos (*ibid.*: 20). Dada a existência deste perfil de uma propriedade, uma das principais preocupações deste sistema é a proteção dos *shareholders* minoritários e anónimos (*ibid.*: 21). Quanto ao sistema de remuneração dos cargos de gestão predomina a remuneração fixa (*ibid.*: 24).

O sistema anglo-saxónico tem, por sua vez, como países de referência os EUA, o Reino Unido e outros países de influência anglo-saxónica, abrangendo empresas com propriedade dispersa (grandes acionistas com posições em diversas empresas, mas pouco expressivas) e com um mercado de capitais grande e líquido (*ibid.*: 20). Aqui, apresenta-se como principal desafio a implementação de instrumentos de controlo e de fiscalização de forma a monitorizar possíveis comportamentos que não vão ao encontro dos propósitos comuns (*ibid.*: 21). Uma das formas de fazer convergir os interesses dos acionistas e dos gestores é através da introdução de práticas de políticas de remunerações variáveis (*ibid.*: 22).

Ainda conforme exposto por Silva *et al.* (2006: 21), este sistema tem como elemento fundamental «a convicção de que existe um *mercado eficiente de controlo das empresas*, o qual exerce um efeito disciplinador sobre os gestores profissionais». Isto é, se uma equipa de gestão for incompetente ou tenha tendência para sobrepor os interesses próprios aos da empresa, a maximização do valor não será alcançada. Como tal, com receio de uma oferta pública de aquisição, onde os gestores seriam substituídos, estes tendem a desempenhar as suas funções com competência e na prossecução da criação de valor para os acionistas (*ibid.*: 21).

A gestão da sociedade num modelo de matriz anglo-saxónica reforçado está a cargo de um CA, apoiada por uma Comissão de Auditoria. Por seu turno, a fiscalização é da responsabilidade de uma Comissão de Auditoria e de um Revisor Oficial de Contas (ROC) (IPCG, 2011: 5). Na Figura 2.1., é ilustrada a constituição dos órgãos sociais deste modelo.



Figura 2.1. Modelo de matriz anglo-saxónica reforçado.

Fonte: IPCG (2011:5).

Relativamente à organização do CA e do órgão de Fiscalização, interessa perceber as diferenças subjacentes aos modelos monista e dualista. No primeiro, e conforme consta na Figura 2.2., o CA gere a sociedade, podendo delegar competências numa Comissão

Executiva. O CA está subordinado às decisões da AG ou de outro órgão de Fiscalização (IPCG, 2011: 4).



Figura 2.2. Modelo monista / latino reforçado.

Fonte: IPCG (2011: 5).

No que respeita ao segundo, modelo dualista, como se pode observar na Figura 2.3., a gestão da sociedade é da responsabilidade do Conselho de Administração Executivo (CAE). Em alguns casos, os estatutos podem requerer uma autorização prévia do Conselho Geral de Supervisão (CGS) para a tomada de determinadas decisões ou atos. A Comissão para as Matérias Financeiras, criada no seio do CGS, deverá ser constituída por membros independentes e especializados e esta terá como responsabilidade a fiscalização da informação financeira, das práticas contabilísticas, da revisão oficial de contas, da auditoria, do controlo interno e da gestão de riscos (ibid.: 6).



Figura 2.3. Modelo dualista reforçado.

Fonte: IPCG (2011: 5).

2.1.4. Os mecanismos de Governo das Sociedades

Os mecanismos de controlo de governo das sociedades são os meios através dos quais os gestores são induzidos a agir em prol dos interesses dos acionistas (Bushman e Smith, 2001: 238) e que transmitam segurança aos *shareholders* (Roy, 2016: 31). Assim, o GS

deve estar dotado de meios capazes de garantir uma atuação responsável por parte dos gestores na salvaguarda e distribuição da riqueza investida na empresa (Roy (2016: 31).

Os mecanismos são instituições económicas e legais que podem ser alteradas através do processo político, uma vez que, a longo prazo, a competição nos mercados irá forçar as empresas a reduzir custos (Shleifer e Vishny, 1997: 738). Para estes autores, esta minimização de custos passará pela adoção de regras, que permitirão um aumento da captação de capital externo a um menor custo. Contudo, referem que esta competição, por si só, não será suficiente para solucionar o problema do GS.

De acordo com Gillian (2006: 382), os mecanismos associados ao GS são frequentemente divididos em dois grupos: os internos e os externos. Observando a Figura 2.4., compreendemos os princípios básicos internos do governo da sociedade, no qual o CA, em representação dos acionistas (ou atuando como acionista) decide acerca do investimento, nomeadamente na escolha dos ativos e de como financiar os mesmos (*ibid.*: 382). Por sua vez, os elementos externos do governo das sociedades, à direita, são os decorrentes da necessidade da empresa em atrair investimento (*ibid.*: 382).

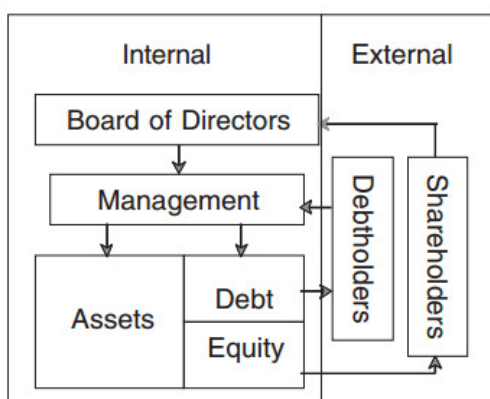


Figura 2.4. Mecanismos internos e externos de GS.

Fonte: Ross *et al.* (2005 *apud* Gillan, 2006: 382)¹.

Numa perspetiva mais ampla, Gillan (2006: 383) divide os mecanismos internos em cinco categorias: o CA (compreendendo as funções, a estrutura e os incentivos), os incentivos de gestão, a estrutura de capital, as disposições estatutárias e os sistemas de controlo interno (Figura 2.5.). No que concerne aos mecanismos externos, o autor propõe uma divisão em três categorias principais: regulamentação e leis, mercados e entidades de supervisão externas.

¹ ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey – Corporate Finance. 7th ed. New York: MacGraw Hill Irwin, 2005. ISBN 9780078034770.

Os mercados são apresentados da seguinte forma: o primeiro é subdividido em mercados de capital, de controlo da sociedade, de trabalho e de produtos; o segundo enfatiza os fornecedores de informação nos mercados de capitais; e, por último, surgem os mercados com foco nos serviços (de contabilidade, auditoria, seguros e instituições financeiras), estes prestados por entidades externas à entidade.

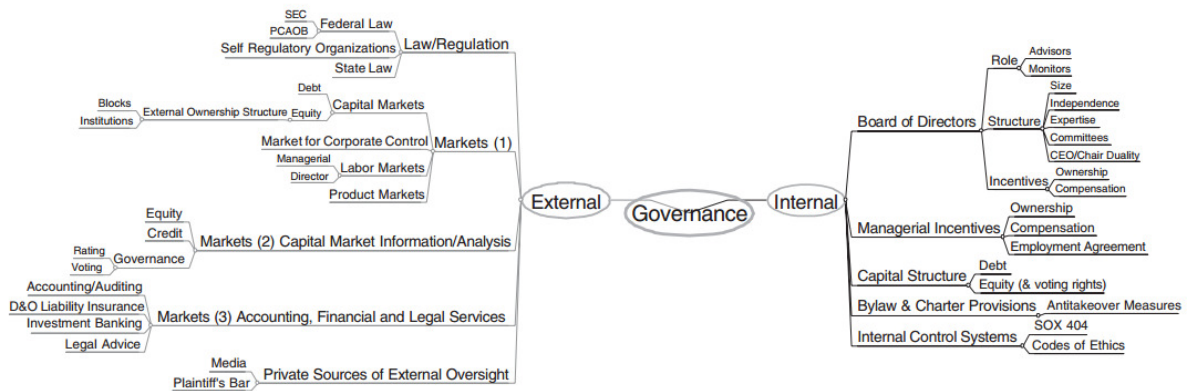


Figura 2.5. Perspetiva ampliada dos mecanismos de GS internos e externos.

Fonte: Gillan (2006: 384).

Numa outra abordagem, Bushman e Smith (2001: 238) exemplificam como mecanismos internos os «*managerial incentive plans, director monitoring, and the internal labor market*». E como externos os: «*outside shareholder or debtholder monitoring, the market for corporate control, competition in the product market, the external managerial labor market, and securities laws that protect outside investors against expropriation by corporate insiders*».

Segundo Bhagat *et al.* (2008: 1814) e Larcker, Richardson e Tuna (2007: 964) o foco da literatura empírica na análise individual dos mecanismos nem sempre conduziu a resultados consistentes quanto à relação do GS e do desempenho da sociedade, defendendo que, dada a existência das múltiplas variáveis do GS, torna-se pertinente investigar o efeito da interação das mesmas.

Para Holm e Scholer (2010: 43) a compreensão do GS requer que se tenha em consideração de pelo menos três premissas. Primeiramente, os mecanismos de GS podem atuar de forma distinta nos diferentes sistemas de GS. Os diferentes mecanismos de GS não são substitutos perfeitos num determinado sistema de GS. E, por fim, os mecanismos têm importância distinta entre as sociedades cotadas.

2.2. Alguns estudos empíricos na área do Governo das Sociedades

Na perspectiva de Ahrens, Filatotchev e Thomsen (2009), a pesquisa sobre o GS aumentou significativamente desde 2004. Desde então, os mecanismos mais analisados têm sido a acumulação de funções por parte do CEO, a dimensão da administração, a proporção de membros não executivos, as comissões existentes, a estrutura da propriedade e a sua concentração e, por fim, os sistemas de compensações, bem como os incentivos dos diretores (Pintea e Fulop, 2015).

Quanto às abordagens mais comuns, Bocean e Babu (2007: 127) identificaram pesquisas baseadas nos preços de mercado, nos rácios contabilísticos e na rendibilidade total dos fatores. Por outro lado, o Q de *Tobin*, o retorno sobre o capital, o retorno sobre o ativo e o valor económico agregado foram as medidas mais frequentes na análise do GS (Pintea e Fulop, 2015).

Numa perspectiva de análise da estabilidade da estrutura de propriedade e da composição dos órgãos de administração em 583 sociedades cotadas num período de 10 anos, Denis e Sarin (1999) verificaram que um número considerável dessas empresas registou alterações na sua estrutura de propriedade e de gestão. Estas alterações estão relacionadas entre si, não tendo sido revertidas em anos subsequentes.

Aferiram, ainda, que as alterações registadas na estrutura acionista e de gestão estão fortemente relacionadas com a rotação do CEO, com as oscilações do preço das ações e com ameaças ao controlo das sociedades. Em contraste, as mudanças supracitadas estão fracamente relacionadas com especificidades da estrutura acionista e/ou de gestão. Existe uma correlação significativamente negativa entre o desempenho da sociedade e a rotação do gestor de topo (Dahya, *et al.*, 2002: 481).

Além disso, concluiu-se que, em empresas cuja performance é fraca e os administradores detêm um número baixo de ações, a probabilidade de rotatividade do CEO é maior do que em empresas com igual performance, mas onde o número de ações detido pelos administradores é alto (Denis, Denis e Sarin, 1997: 220; Bhagat e Bolton, 2008: 271). Daí que se possa afirmar que haverá uma relação estatisticamente significativa (positiva) entre a performance da sociedade e o número de ações detido pelos administradores (Bhagat e Bolton, 2008: 271).

Nos últimos anos os investigadores têm demonstrado a importância dos direitos dos *shareholders* (Gompers, Ishii e Maetrick, 2010: 1051), aquando da realização de

investimentos. Os acionistas e investidores, nestas situações, procuram ter a garantia de que vão obter retorno de capital e os mecanismos de GS providenciam essa segurança (Shleifer e Vishny, 1997: 738).

Quanto à proteção dos *outsiders* (acionistas e credores) relativamente aos *insiders* (acionistas majoritários e gestores) numa sociedade, La Porta *et al.* (1997, 1998) defendem que uma maior proteção dos *outsiders* conduz a uma maior predisposição destes em financiar as empresas, da mesma forma que países com uma maior proteção acionista vão atrair mais investimento. Uma forte proteção está associada a um GS eficaz, reflexo de um mercado amplo e valioso, com propriedade dispersa e alocação eficiente do capital entre sociedades (La Porta, *et al.*, 2000: 24). Por norma, o modelo liberal ou anglo saxónico (ou ainda *Common-Law*) apresenta uma proteção superior relativamente aos outros modelos (La Porta, *et al.*, 1998: 1113). E, a concentração de propriedade em empresas cotadas tem uma relação negativa com a proteção dos investidores (*ibid*).

Gompers, Ishii e Metrick (2003) concluem que os direitos dos acionistas variam de empresa para empresa, como consequência, as sociedades cujos acionistas gozam de mais direitos são as que têm mais valor, um lucro superior, um maior crescimento e menores custos de capital.

O conceito de expropriação é abordado por La Porta *et al.* (2000: 4), e consiste na possibilidade de os gestores ou acionistas majoritários apropriarem-se, indevidamente, dos ativos e do lucro da sociedade em detrimento do retorno do investimento ser alargado aos acionistas minoritários e outros investidores. Para Schelker (2013: 276) o conceito de expropriação é uma das questões principais do problema de agência entre proprietários e gestores, questionando-se sobre a melhor forma de os investidores (principal) terem a certeza de que não serão expropriados pelos gestores (agente).

Desta forma, segundo La Porta *et al.* (2000: 7), é fundamental que os mercados financeiros garantam a criação de medidas que penalizem a expropriação, através de mecanismos legais, quer estes sejam implementados por tribunais, por entidades governamentais ou mesmo pelos participantes do mercado. Para estes autores, a proteção dos investidores pode ser uma forma útil de pensar o GS e entender as diferenças existentes entre os sistemas de GS nos diversos países.

Os acionistas detêm, como proprietários, uma série de direitos, nomeadamente, participação na distribuição de lucros, obtenção de informação sobre a sociedade, eleição

dos órgãos sociais (incluindo auditores), aprovação de transações com partes relacionadas, presença nas AG e direito de voto (OCDE, 2016: 18-19). No entanto, algumas sociedades, mais especificamente os órgãos de gestão e investidores controladores, tendem a dificultar o exercício de voto através da prática de várias restrições (OCDE, 2016: 21). A limitação dessas restrições é tida como uma ferramenta capaz de promover o tratamento equitativo dos proprietários, tendo na mira a proteção dos acionistas minoritários (Honoré, Munari e La Potterie, 2015: 536).

De acordo com Baghat *et al.* (2008: 1815) apesar de a relação entre a performance e o direito de voto não ter sido largamente estudada, este é economicamente valioso. No entanto, não há provas de que a aplicação do critério «uma ação, um voto» garanta a proteção dos acionistas e investidores ou promova a competitividade e eficiência das empresas (Khachaturyan, 2006: 31). Por exemplo, a OCDE (2004: 42) apesar de não tomar partido nesta questão, refere que muitos investidores e acionistas são apreciadores deste critério.

A estrutura da propriedade é um fator importante para a eficácia dos mecanismos de controlo interno (Denis, *et al.*, 1997: 220). Por exemplo, a presença de um único acionista controlador pode gerar potenciais abusos de poder perante os acionistas minoritários (OCDE, 2016: 28). Por outro lado, se o poder de voto estiver disperso por um grande número de acionistas, estes correm o risco de perder o controlo da sociedade para os gestores, pois torna-se mais difícil a concordância entre todos os acionistas minoritários, sendo, também, a capacidade de monitorização dos gestores é menor (Esperança, *et al.*, 2011: 49). Assim, os acionistas majoritários têm mais incentivos e habilidade de controlo dos gestores (Hawas e Tse, 2016: 101).

A presença de múltiplos acionistas majoritários contribui para a redução do problema de agência, dado que estes procuram a maximização do lucro e têm suficiente controlo para o alinhamento dos seus interesses (Shleifer e Vishny, 1997: 754). Mas, de acordo com Cronqvist e Fahlenbrach (2007: 3) os *blockholders* têm características diferentes e, consequentemente, abordagens diferentes em relação ao investimento e crescimento, ao *financial leverage* e à remuneração do CEO.

Attig, Ghouli e Guedhami (2009) indagaram sobre a relevância de uma estrutura acionista, composta por mais de um acionista majoritário, e as suas características. Os autores analisaram as diversas características de uma *multiple large shareholders structure* (MLSS) - a presença, o número, o tamanho e a identidade – questionando se aquelas

desempenhavam um papel importante na redução da apropriação de benefícios pelos acionistas majoritários à custa dos minoritários. Através deste estudo, os autores concluíram que a presença de uma MLSS é um mecanismo precioso no controlo de potenciais desvios dos recursos da sociedade. Empresas com uma MLSS têm uma vantagem competitiva comparativamente a empresas com um único acionista majoritário e, conseqüentemente, têm uma avaliação melhor. Cumulativamente, Attig *et al.* (2009) afirmam que a discussão e a dissonância entre os diferentes acionistas majoritários podem ser positivas na reprovação de projetos desfavoráveis aos acionistas minoritários. Contudo, nesta investigação informam que a capacidade para refutar uma proposta apresentada pelo acionista majoritário depende da dispersão do direito de voto entre os acionistas controladores. Deste modo, uma estrutura de MLSS com direito de voto idêntico é mais eficiente. Por último, Attig *et al.* (2009) aferiram que a identidade da MLSS influencia o valor da sociedade, acrescentando, ainda, que há uma relação entre o segundo maior acionista e a avaliação de uma sociedade. Se este for uma família ou um governo maior será a avaliação da empresa.

A principal função do CA é a representação dos interesses dos acionistas e o objetivo é a maximização do valor da empresa ou do valor das ações (Blanchard, 2003: 2).

Muitas pesquisas sugerem que a independência dos administradores garante uma maior eficácia no aperfeiçoamento do governo da sociedade e na redução dos custos de agência (Balsmeier, Fleming e Manso, 2017: 536). Al-Najjar (2017: 10) reitera a relação de independência existente entre os administradores e os problemas de agência. Este último refere, ainda, que um grande número de membros no CA pode conduzir a uma gestão ineficiente, dadas as dificuldades esperadas na colaboração entre todos.

Os administradores independentes devem garantir não só uma avaliação objetiva da gestão da empresa (Rodrigues, 2009: 159), como também, devem ser capazes de contribuir, de forma isenta, para o melhor interesse da sociedade (Esperança, *et al.*, 2011: 73). A independência é um mecanismo importante nas empresas com grande dispersão de propriedade (Holm e Scholer, 2010: 33). Um dos pontos fulcrais é garantir o tratamento equitativo dos acionistas, obrigando os gestores a informarem e a incluírem os acionistas minoritários nos assuntos da sociedade (Rodrigues, 2009: 159).

Landier *et al.* (2012) efetuaram uma análise um pouco distinta do habitual quanto à independência do CEO, estudando a relação entre este e os restantes gestores de topo. *A priori*, definiram, como uma regra de independência a contratação de gestores antes do

início do mandato do CEO, tendo em conta que aqueles apresentam uma tendência para concordar e agradar a pessoa que os contratou. Por outro lado, os gestores que já foram chefiados por outros CEO ostentam uma propensão para desafiar o atual. No seu artigo, os autores confirmaram que a independência dos gestores de topo em relação ao CEO influencia o desempenho da sociedade, dado que uma pequena fração de membros independentes exibe um menor nível de rendibilidade e baixos níveis de retorno para os acionistas após grandes projetos de investimento. Os gestores de topo desempenham um papel importante no GS particularmente na supervisão do CEO (Gillan, 2006), uma vez que os gestores devem supervisionar as ações do CEO, aconselhar e vetar decisões erróneas (Weisbach, 1988: 1 e Landier, *et al.*, 2012).

Algumas medidas para a averiguação da independência dos órgãos sociais são apresentadas por Rutledge, Karim e Lu (2016: 49-50), a proporção de administradores independentes, a acumulação de funções de membros independentes em diferentes comissões e a aglomeração de cargos enquanto membro independente em diferentes firmas. Através do seu estudo mostrou que a independência, mensurada conforme referido anteriormente, encontra-se articulada com um melhor desempenho.

Outra questão francamente debatida na literatura tem sido a relação entre o *CEO duality* e o desempenho das sociedades (Boyd, 1995; Bhagat e Bolton, 2008; Peng, Zhang e Li, 2007; Florackis e Ozkan, 2008; Rutledge, *et al.*, 2016). Sendo o termo, *CEO duality*, definido como a prática do mesmo indivíduo desempenhar a função de CEO e de *Chairman of the board* numa empresa (Boyd, 1995: 301; Peng, *et al.*, 2007: 205; Rutledge, *et al.*, 2016: 50).

De acordo com Esperança *et al.* (2011: 76), a delegação de poderes de supervisão num membro executivo é antagónica, dado que são os membros executivos que têm de ser monitorizados. Para Boyd (1995, 301), Peng *et al.* (2016, 205) e Rutledge *et al.* (2016: 50), os resultados dos estudos sobre a relação *CEO duality-performance* são inconsistentes. Uma das razões para este facto é a possibilidade de terem sido utilizadas variáveis endógenas que afetam os resultados (Rutledge, *et al.*, 2016: 50). Após ao tratamento dos problemas com a endogeneidade, Rutledge *et al.* (2016: 50) demonstrou que há uma relação negativa entre o *CEO duality* e a performance.

Os investigadores têm tentando perceber os motivos destas conclusões contraditórias, bem como, resolvê-los. Boyd (1995) analisou a possibilidade de resolução destas incongruências através da utilização de duas teorias: agência e *stewardship*. Enquanto a

primeira surge associada ao oportunismo e à maximização dos interesses dos gestores, a segunda reflete o altruísmo e o espírito de sacrifício dos administradores a favor das sociedades (Boyd, 1995: 304). Este concluiu que, em determinadas circunstâncias, as corretas, o CEO *duality* pode contribuir positivamente para o desempenho das sociedades, contrastando com as recomendações contidas nas reformas sobre o GS. O autor sugere, ainda, que as empresas devem acima de tudo analisar os prós e os contras de uma divisão do cargo, bem como a atribuição do cargo do CEO e de *Chairman* ao mesmo indivíduo antes de procederem com a alteração.

Peng *et al.* (2016: 205) analisaram, igualmente, a relação *CEO duality-performance* através daquelas teorias. Com base na perspectiva da agência, indagaram uma relação negativa entre as variáveis supracitadas, uma vez que esta exige o controlo e monitorização do CEO. Já na perspectiva de *stewardship*, o CEO *duality* poderá ser um fator positivo nas empresas, pelo facto de haver uma única voz de comando. Corroborando, assim, os resultados de Boyd (1995).

A separação entre a propriedade e a gestão de uma sociedade pode originar assimetria de informação, pois os gestores, em comparação com os acionistas, poderão dispor de mais e melhor conhecimento sobre a atual situação e perspectivas futuras da empresa, conduzindo a possíveis problemas de seleção adversa e risco moral (Esperança, *et al.*, 2011: 38). A transparência e a independência dos membros da administração são os principais mecanismos que, provavelmente reduzirão a existência dessas disparidades e conduzirão ao aumento da qualidade da informação disponível aos investidores (Holm e Scholer, 2010: 42).

A assimetria de informação entre executivos, acionistas e credores pode ser uma das causas pelas quais as empresas com maior desempenho enfrentam problemas de agência mais sérios, quando comparadas com empresas com menor desempenho (Florackis e Ozkan, 2008: 24).

Um fator relevante nos mecanismos internos de GS é a remuneração dos administradores (Bhagat, *et al.*, 2008: 1812). As políticas de remuneração aprovadas pelas sociedades poderão ser um instrumento crucial no alinhamento dos interesses dos acionistas e dos gestores (Gillan, 2006: 387), sendo, então, os esquemas de compensação e os planos de remuneração áreas críticas na prossecução desse alinhamento de interesses, nomeadamente, no objetivo da maximização do retorno pelos acionistas (Honoré, *et al.*, 2015: 537).

Al Najjar (2017: 13) relaciona a remuneração do CEO com algumas das características do GS. Quanto maior o número de administradores, menor será a remuneração do CEO. Por sua vez, quanto maior o número de membros independentes, maior a retribuição do CEO. A idade está, também, positivamente correlacionada com a remuneração: os indivíduos mais velhos têm uma compensação superior à dos mais novos (*ibid.*: 13). Existe uma evidência estatística relativamente às últimas três décadas, onde se observa que as medidas de rendibilidade tornaram-se menos importantes na determinação da compensação dos executivos, tendo sido substituídas por medidas alternativas (Bushman e Smith, 2001: 242).

A remuneração através da atribuição de ações e de opções foi muitas vezes enfatizada como um instrumento capaz de melhorar o GS, tendo sido uma componente substancial durante quase uma década (Bhagat, *et al.*, 2008: 1812). No entanto, apesar de muito utilizada, existem muitas reticências quanto à eficácia da remuneração atribuída através de planos de opções (Gillan, 2006: 387). As políticas de gestão de risco podem dar origem a conflitos de interesse entre os acionistas e os executivos quando estes são remunerados através da atribuição de ações (Blanchard e Dionne, 2003: 7). As empresas que mantenham a atribuição de remuneração através de planos de opções devem garantir a independência e competência da comissão de gestão de riscos (*ibid.*).

Os planos de remunerações englobam, usualmente, uma componente fixa e outra variável. Como é possível verificar nos códigos sobre o GS, defende-se que a remuneração variável deve depender do desempenho da sociedade, na qual parte significativa deverá ser sujeita a diferimento a fim de certificar o verdadeiro impacto das medidas tomadas (CMVM, 2013: III.4; IPCG, 2014: 17 e CNMV, 2015: 48-49).

No que concerne à divulgação da informação, as sociedades cotadas têm como obrigação a comunicação de eventos que possam ser determinantes e exerçam influência no processo de tomada de decisão dos investidores. Sem informações precisas e oportunas, os acionistas, credores e qualquer outra parte interessada terão dificuldades em decidir de forma adequada (Schelker, 2013: 276). Assim, as sociedades devem divulgar a informação relevante para o processo de decisão. Para a OCDE (2016: 41), a informação relevante é «...aquela cuja omissão ou distorção pode influenciar as decisões económicas tomadas pelos utilizadores dessa informação». Acrescentando, ainda, que se trata daquela informação crucial, na perspetiva do investidor, necessária para a realização de um investimento ou para o exercício do direito de voto. De acordo com o disposto nas

recomendações da CMVM, as sociedades devem possibilitar o acesso às informações que permitam o conhecimento da evolução e da realidade atualizada da sociedade ao nível económico, financeiro e de governo (CMVM, 2013: Parte VI).

Bushman e Smith (2001: 238) definem o papel da divulgação da informação financeira contabilística como: «...as the use of externally reported financial accounting data in control mechanisms that promote the efficient governance of corporations». A divulgação da informação sobre uma empresa é um aspeto importante para o GS, pois poderá conduzir a uma avaliação superior do preço das ações pelos investidores externos no mercado de capitais (Chen e Liu, 2013). A melhor forma de um investidor garantir o retorno do seu investimento é selecionar uma empresa com informação divulgada e com uma eficiente proteção dos direitos do investidor (*ibid.*: 289). A OCDE (2016: 42) reitera esta relação, um sistema de divulgação da informação robusto é um meio de proteção dos acionistas, para além de ser uma ferramenta capaz de atrair capital e de garantir a confiança dos investidores. Em contraste, a omissão de informação trará consequências negativas, como por exemplo, aumento do custo de capital, a reduzida alocação de recursos, o aumento do comportamento antiético e a perda de integridade do mercado (*ibid.*: 42).

Para Byard, Li e Weintrop (2006), as pesquisas indicam que a qualidade das divulgações obrigatórias e voluntárias fornecidas por uma sociedade aumentam com a qualidade de determinados mecanismos de GS existentes. Posto isto, verificaram uma relação positiva entre a qualidade da informação fornecida aos analistas financeiros sobre ganhos futuros e a qualidade do governo da sociedade. Para estes autores, uma melhor qualidade do GS beneficia os utilizadores das informações divulgadas.

Os auditores desempenham um papel fundamental na validação e na garantia de fiabilidade da informação divulgada pelas sociedades. Têm como função promover a verdade e a transparência da situação económica e financeira das sociedades. Schelker (2013: 275) afere que os auditores «...review financial statements and evaluate the accuracy of the information provided, which is crucial for investors and other stakeholders of a firm».

Para este autor, um auditor deve prover-se de duas características importantes: a «*expertise*» e a independência. A primeira é essencial para assegurar a qualidade do seu trabalho, quer na deteção de falhas, quer na apresentação de informação fidedigna. A segunda surge pela necessidade de obtenção de uma visão imparcial e enviesada sobre as demonstrações financeiras.

Após vários escândalos financeiros, que comprovaram o envolvimento da sociedade de auditoria, a independência do auditor passou a ser um dos pontos discutidos no seio do GS. A lei SOX foi um dos desenvolvimentos consequentes. Esta e outras regras em vigor nos EUA exigem que a Comissão de Auditoria seja composta por membros independentes (Schelker, 2013: 275). Esta lei tem, inclusive, como objetivo principal a salvaguarda da independência do auditor (Albring, Robinson e Robinson, 2014: 81). Uma das medidas imposta foi a proibição da prestação de determinados serviços adicionais aos de auditoria pelo auditor (Schelker, 2013: 278 e Albring, *et al.*, 2014: 81).

Para melhorar a independência do auditor, alguns investigadores defendem a rotação obrigatória daquele (Schelker, 2013). No entanto, esta abordagem não é consensual. Por um lado, existem investigadores que defendem que a rotação do auditor é um mecanismo importante para assegurar a independência, mas, por outro lado, a rotação poderá colocar em causa a «*expertise*» deste profissional e o *know-how*, representando um custo adicional para a empresa (*ibid.*).

Em suma, na perspetiva de Ahrens *et al.* (2009) e Aguilera, Cuervo-Cazurra e Kim (2008: 18) ainda não é clara a influência do GS na performance das empresas. Apesar da extensa literatura sobre esta temática, os resultados são inconclusivos. Estudos apontam para uma relação positiva entre o GS e a performance, outros para uma relação negativa e, por último, outros ainda não encontram qualquer relação entre as variáveis (Pintea e Fulop, 2015).

2.3. Os Códigos de Governo das Sociedades

Os códigos de governo das sociedades consistem num conjunto de recomendações de boas práticas sobre o comportamento e a estrutura do CA de uma empresa e são emitidos para compensar deficiências no sistema de GS de um país no que concerne à proteção dos acionistas (Aguilera e Cuervo-Cazurra, 2004: 415). O conceito foi introduzido pelo Relatório *Cadbury* (Silva, *et al.*, 2006) e é uma ferramenta voluntária baseada no princípio *comply or explain* (Aguilera, *et al.*, 2008: 2). O impacto dos Códigos está relacionado com a capacidade do emissor em provocar mudanças no GS das sociedades (Aguilera e Cuervo-Cazurra, 2004: 436).

Para Aguilera *et al.* (2008: 18), os estudos demonstram a difusão e a institucionalização dos Códigos por todo o mundo. Há uma tendência de convergência em direção ao modelo

anglo-saxónico, mas não há um modelo único que possa ser aplicado a todos os contextos nacionais e organizacionais. Como tal, haverá sempre algum grau de divergência entre os Códigos (Aguilera, *et al.*, 2008: 18), visto que a criação destes é influenciada por vários fatores inerentes às características de cada país (Haskovec, 2012: 7). Como exemplo, podemos referir a discrepância verificada na abordagem efetuada aos temas do GS e no detalhe das recomendações e princípios. Originada pelos diversos níveis de desenvolvimento dos mercados que, por sua vez, se distinguem entre si consoante o nível de regulação existente através das normas legislativas ou regulamentares (Silva, *et al.*, 2006: 35).

Ainda segundo Silva *et al.* (2006: 36-37), existem alguns pontos comuns nos Códigos emitidos ao nível europeu: necessidade de separação da função de supervisão e de gestão de uma sociedade; determinação dos requisitos de independência e regras de atuação dos administradores não executivos; segregação das funções do Presidente do CA e da Comissão Executiva; criação de comissões no seio do CA; proteção dos direitos dos acionistas; e, divulgação fiável das práticas de GS aplicadas e da informação financeira.

De seguida, serão analisados alguns códigos de GS e no ponto 2.3.2. é feita uma comparação entre estes. Esta análise torna-se pertinente dada a utilidade destes documentos na parte empírica desta dissertação.

2.3.1. O Código de Governo das Sociedades da CMVM – 2013

Em 1999, as empresas com ações cotadas na *Euronext* Lisboa tomaram conhecimento, pela primeira vez, das recomendações sobre o GS. Em resposta às exigências dos mercados de valores mobiliários, a CMVM foi, desde logo, a entidade responsável pela elaboração de um código de boas práticas de governo para as sociedades cotadas em Portugal, bem como pela análise do cumprimento das recomendações, com os objetivos de contribuir para a otimização do desempenho das sociedades e salvaguardar os interesses de todas as entidades e indivíduos relacionados com as mesmas (CMVM). Este organismo pretendeu, ainda, promover uma reflexão sobre o tema no contexto nacional.

Com a publicação do Código do Governo das Sociedades pela CMVM, as empresas cotadas tiveram de adicionar, ao seu relatório de contas anual, informação quanto ao GS e à adoção, ou não, das recomendações. Conforme citado no Regulamento da CMVM n.º 4/2013, as sociedades têm o «[...] dever de prestação e divulgação de informação por via da elaboração de um relatório sobre a estrutura e as práticas de governo societário[...]

(CMVM, 2013a). No âmbito da sua supervisão ao cumprimento das recomendações sobre o GS, a CMVM publica o «Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal», no qual é agregada toda a informação divulgada por cada uma dessas empresas.

Ao longo dos anos, foram desenvolvidos esforços para apresentar novas revisões e, no final de 2016, as normas que regiam o Governo das Sociedades por parte da CMVM eram o Código de Governo das Sociedades da CMVM, datado de 2013, e o Regulamento da CMVM n.º 4/2013. Com a entrada em vigor deste último, a 01 de janeiro de 2014 (revogando o Regulamento n.º 1/2010), uma das alterações verificadas foi a possibilidade das sociedades puderem adotar outro Código distinto ao da CMVM, sem que para tal haja necessidade de apreciação daquela entidade de supervisão (*ibid.*: 2013a). No entanto, caso pretendam adotar outro Código, deverão apresentar justificação quanto à sua escolha (*ibid.*: 2013a). Adicionalmente, no Regulamento n.º 4/2013, é elucidada a equivalência material do princípio *Comply or Explain* e do cumprimento das recomendações, ou seja, é tão importante a explicação apresentada no caso de não cumprimento como o próprio cumprimento da recomendação (*ibid.*: 2013a).

O Código de Governo das Sociedades da CMVM de 2013 (Código da CMVM) totaliza quarenta recomendações, divididas em seis partes: votação e controlo da sociedade; supervisão, administração e fiscalização; remunerações; auditoria; conflitos de interesse e transações com partes relacionadas; e, por último, a informação.

Primeiramente, a votação e o controlo da sociedade remete-nos para o tratamento equitativo dos acionistas, para o incentivo a uma participação ativa dos detentores de ações e para a dissuasão da adoção de mecanismos que têm como base dificultar a tomada de decisões por parte dos acionistas (CMVM, 2013: Parte I).

Seguidamente, surge a supervisão, administração e fiscalização, que se subdivide em três abordagens: supervisão e administração, fiscalização e fixação de remunerações. Nesta segunda parte, mais concretamente, no que diz respeito à supervisão e à administração, são abordadas questões como a delegação da administração quotidiana da sociedade (com as devidas exceções), a necessidade de atuação de acordo com os objetivos e estratégias definidos para a sociedade, a criação de comissões que fomentem a eficácia das práticas do governo adotado, a definição de objetivos em matéria de assunção e controlo de riscos, a existência de um número adequado de membros não executivos independentes e a necessidade de acesso à informação adequada e atempada dos membros dos órgãos sociais. No que concerne à fiscalização, o presidente deste órgão deverá ser independente e ser

detentor de competências adequadas para o exercício da função. Em relação ao auditor externo, o órgão de fiscalização deverá ser o interlocutor principal, propor a remuneração e avaliar a prestação dos serviços de auditoria. O órgão de fiscalização deverá, ainda, assumir um papel de relevo nas matérias de controlo interno e gestão de riscos. Por fim, na segunda parte do Código da CMVM, encontramos a fixação de remunerações. Esta parte debruça-se sobre a composição da CR, sobre a política de remunerações dos órgãos de fiscalização e administração, incluindo planos de atribuição de ações e/ou opções e os sistemas de benefício de reforma (*ibid.*: Parte II).

Na terceira parte do Código da CMVM, surgem as remunerações. Esta baseia-se, essencialmente, na componente variável das remunerações (diferimento, razoabilidade e remuneração variável atribuída através de planos de ações/opções) e na atribuição de remuneração aos membros executivos assente no desempenho efetivo e no desincentivo da assunção de riscos (*ibid.*: Parte III).

Seguidamente, e referente à parte quatro, esta incide sobre os serviços de auditoria, as funções do auditor externo (verificação da aplicação das políticas e dos sistemas de remuneração, da eficácia e do funcionamento dos mecanismos de controlo interno), as limitações quanto à contratação de serviços diversos aos de auditoria e a rotação do auditor (*ibid.*: Parte IV).

Na parte cinco, surgem as recomendações referentes a possíveis conflitos de interesse e às transações com partes relacionadas. No que concerne à última, a CMVM recomenda o estabelecimento de procedimentos e critérios necessários para a definição do nível de significância dos negócios com partes relacionadas. Estas devem, ainda, ocorrer em condições normais de mercado (*ibid.*: Parte V).

Por último, a informação. As sociedades devem disponibilizar o acesso à informação relevante para a tomada de decisões e análise do mercado, bem como, assegurar a existência de um gabinete de apoio ao investidor (*ibid.*: Parte VI).

Para além do Regulamento n.º4/2013 e das recomendações acima descritas, a CMVM disponibiliza um modelo de Relatório de Governo Societário, constituído por duas partes. A primeira é composta pela informação sobre a estrutura acionista, organização e governo da sociedade. Por sua vez, na segunda parte, as sociedades têm de efetuar a avaliação quanto ao cumprimento das recomendações.

No Quadro 2.1 reúne-se algumas especificações do código da CMVM.

Quadro 2.1 Algumas especificações do Código da CMVM.

Recomendação	Descrição da especificação
I.4.	Quando os estatutos prevejam a limitação do número de votos que podem ser detidos ou exercidos por um único acionista, os mesmos devem prever a sua revisão pelo menos de cinco em cinco anos.
II.1.7.	De entre os administradores não executivos, deverá haver um número adequado de membros independentes.
II.2.3.	O órgão de fiscalização deve avaliar, com a periodicidade de um ano, o auditor externo.
III.2.	A remuneração dos membros não executivos e do órgão de fiscalização não deve incluir uma componente variável.
III.4.	Uma parte significativa da remuneração variável deve ser diferida por um período não inferior a três anos.
III.6.	Os administradores devem, até ao termo do seu mandato, manter as ações da sociedade atribuídas através da remuneração variável, até ao limite de duas vezes o valor da remuneração total anual.
III.7.	Quando a sociedade preveja a existência de remuneração variável através da atribuição de planos de opções, o início do período de exercício deve ser diferido por um prazo não inferior a três anos.
IV.2.	A sociedade não deve contratar ao auditor externo serviços diversos aos de auditoria. Havendo razões para tal, devem carecer de parecer prévio do órgão de fiscalização e de divulgação no relatório do GS. Estes serviços não devem ter um relevo superior a 30% do valor total dos serviços prestados.
IV.3.	A rotação do auditor deve ocorrer ao fim de dois ou três mandatos, conforme sejam, respetivamente, de quatro ou três anos.

Fonte: Adaptado de CMVM (2013).

2.3.2. O Código de Governo das Sociedades do IPCG – 2014

Outra entidade de referência em Portugal no âmbito deste tema é o IPCG, criado a 15 de junho de 2004. Conforme consta nos seus estatutos, trata-se de uma associação de direito privado sem fins lucrativos e tem como objeto «[...] a investigação e divulgação dos princípios de CG podendo para o efeito desenvolver todas as actividades adequadas a tal fim [...]». Em 2006, o IPCG publicou o «Livro Branco sobre o *Corporate Governance* em Portugal», mais tarde, em abril de 2011, divulgou os «Cadernos do IPCG sobre *Corporate Governance* – Boas práticas dos órgãos de administração das sociedades cotadas».

O Código de Governo das Sociedades, da autoria do IPCG veio a ser publicado em 2012 (IPCG, 2016: 3) tendo como objetivo disponibilizar um instrumento de promoção de boas práticas do GS e consistindo, igualmente, numa alternativa ao Código da CMVM (IPCG, 2014: 3). Após revisão, foi publicada, em 2014, uma nova versão do Código de Governo das Sociedades. Em 2016, sofreu uma nova revisão, esta com novos propósitos.

De acordo com um comunicado emitido pela CMVM e pelo IPCG a 16 de março de 2016, as duas entidades uniram-se para criar um Código unificado e para desenvolver um novo mecanismo de avaliação ao grau de cumprimento das recomendações por parte das empresas cotadas. Acrescentava-se, ainda, que o IPCG passaria a ser responsável pela emissão do Código de GS em Portugal. O projeto do novo Código já foi sujeito a consulta pública, no entanto, até à data não foi divulgada a versão definitiva (CMVM/IPCG, 2016). Consultando o projeto deste documento, constatamos que há uma fusão dos dois Códigos.

Procedendo à análise do Código do IPCG de 2014, notamos que este conta com quarenta e seis recomendações e com vinte e dois princípios, apresentados ao longo de sete capítulos: parte geral, acionistas e assembleia-geral, administração executiva, supervisão e fiscalização, avaliação de desempenho e remunerações, gestão de risco e informação financeira.

O capítulo I está dividido em cinco partes, englobando a relação da sociedade com os investidores e informação, a diversidade na composição e funcionamento dos órgãos da sociedade, a relação entre os órgãos da sociedade, os conflitos de interesse e o relatório de governo. Aborda, ainda, a necessidade de divulgação da informação de forma atempada e rigorosa, quer em termos internos, quer externos às sociedades. Quanto à nomeação dos gestores, esta deve basear-se no mérito e na promoção da igualdade de género. As comissões e os órgãos sociais devem dispor de regulamentos, e estes devem prever a existência de medidas de deteção e prevenção de irregularidades. Os membros sociais deverão comunicar, pontualmente, os factos que possam contribuir para um possível conflito de interesses (*ibid.*: 7-10).

Seguidamente, o capítulo II remete para a participação dos acionistas nas AG, bem como o envolvimento no governo societário. As convocatórias para as AG e as propostas de deliberação devem ser divulgadas antecipadamente (*ibid.*: 11).

Em relação ao capítulo III, este debruça-se sobre a administração executiva, tendo como competência a gestão da sociedade, seguindo os objetivos delimitados e contribuindo para um desenvolvimento sustentável. O exercício de funções executivas que os gestores possam vir a efetuar fora do grupo deve ser alvo de apreciação pelo próprio órgão de administração e de fiscalização (*ibid.*: 12).

No âmbito da supervisão e fiscalização, o capítulo IV discorre sobre a qualificação dos membros que ocupam estes cargos, quer em termos de conhecimento, quer em termos de

experiência. Analisa, de igual modo, a questão do número adequado de membros destes órgãos e das comissões especializadas, consoante a dimensão e a complexidade da empresa. Um outro ponto de destaque neste capítulo é a independência dos administradores não executivos. Aqui, é abordado o número conveniente de membros independentes (calculado em função da dispersão acionista e da dimensão) e são indicados os requisitos necessários para o cumprimento desta premissa (*ibid.*: 13-14).

No que concerne à avaliação de desempenho e remunerações, o capítulo V recomenda a avaliação anual do desempenho dos membros dos órgãos sociais e uma política de remunerações atrativa, mas apropriada e capaz de alinhar os interesses destes membros com os dos acionistas. A fixação das remunerações deve estar a cargo de uma comissão cujos elementos sejam na sua maioria independentes aos órgãos de administração. A comissão deve definir a política de remunerações e garantir o seu cumprimento. No caso de atribuição de remunerações variáveis deverão estar definidos os critérios de atribuição e mensuração, incluindo os montantes máximos. Parte da remuneração variável deve ser diferida no tempo (período não inferior a três anos). Caso a dimensão da sociedade justifique, deverá haver uma comissão de nomeações (*ibid.*: 15-17).

As sociedades deverão criar um sistema de gestão de riscos e delimitar os níveis considerados aceitáveis. A política de gestão de riscos deve ser clara quanto aos potenciais riscos, à probabilidade de ocorrência, aos procedimentos de cobertura e de comunicação interna das ocorrências (*ibid.*: 18).

Por fim, no capítulo VII, o IPCG debruça-se sobre a informação financeira e a fiscalização. O órgão de fiscalização deve assegurar que o órgão de administração adota as normas e práticas contabilísticas apropriadas e implementa sistemas eficazes, nomeadamente, de reporte financeiro, de controlo interno, de gestão de risco, bem como de monitorização. O órgão de fiscalização deve promover a cooperação entre o departamento de auditoria interna e o auditor externo. Compete-lhe, ainda, a seleção do auditor externo, a avaliação quanto à independência e à qualidade dos serviços prestados, a análise sobre a continuidade do auditor no fim do seu mandato e a emissão de parecer aquando da contratação de serviços distintos aos de auditoria (*ibid.*: 19-20).

Tal como o Código da CMVM 2013, o Código do IPCG tem algumas especificações, conforme descrito no Quadro 2.2..

Quadro 2.2. Algumas especificações do Código do IPCG.

Recomendação	Descrição da especificação
I.4.2.	Os membros dos órgãos sociais e comissões devem comunicar, de forma pontual, qualquer facto que possa causar um conflito de interesses.
IV.2.	O órgão de fiscalização e os membros não executivos devem integrar, na sua composição, um número.
V.3.2.	Uma parte significativa da remuneração variável deve ser parcialmente diferida no tempo, por um período não inferior a três anos.
VI.3.	A sociedade deve avaliar com a periodicidade de um ano o grau de cumprimento interno e o desempenho do sistema de gestão de risco.
VII.2.2.	O órgão de fiscalização deve avaliar anualmente a independência do auditor.
VII.2.3.	O órgão de fiscalização deve emitir parecer sobre a continuidade do auditor no fim de cada mandato.

Fonte: Adaptado de IPCG (2014).

2.3.3. Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades – 2004

Os Princípios da OCDE «[...] devem complementar uma abordagem mais ampla do funcionamento do sistema de controlos e equilíbrios» (OCDE, 2004: 12). Existem elementos comuns subjacentes a um bom governo (*ibid.*: 13). Como, tal, os Princípios baseiam-se nesses elementos comuns, criados de forma a abranger todos os modelos existentes (*ibid.*: 13).

Os Princípios não são imperativos, pois as sociedades têm estruturas e modelos díspares e as recomendações poderão ter importância distinta ou até não serem aplicáveis em todas as empresas (*ibid.*: 13). O documento pretende ser uma referência para as entidades globais (sociedades, investidores, bolsas de valores...), assumindo-se como linhas orientadoras para uma avaliação e uma melhoria das normas e regulamentos sobre o GS (*ibid.*: 11 e 13).

Os Princípios são compostos por seis capítulos: 1. Assegurar a base para um enquadramento eficaz do governo das sociedades; 2. Os direitos dos acionistas e funções fundamentais de exercício dos direitos; 3. O tratamento equitativo dos acionistas; 4. O papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no governo das sociedades; 5. Divulgação de informação e transparência e 6. As responsabilidades do órgão de administração.

No primeiro capítulo é abordado o papel de cada sociedade no desempenho económico em geral, salientando a promoção de mercados eficientes e transparentes. As normas e regulamentos nacionais devem estar enquadrados com os princípios do direito do país e

devem ser passíveis de aplicação. As autoridades de supervisão devem ser profissionais e objetivas (*ibid.*: 17).

No segundo capítulo, a OCDE enumera alguns dos direitos essenciais dos acionistas, entre os quais: transferir ou transmitir ações, obter informações relevantes com regularidade e de forma atempada, participar e votar nas AG, eleger e destituir os membros do órgão de administração e participar nos lucros da sociedade. Além do poder de eleição e destituição dos órgãos de administração, os acionistas têm o direito a dar parecer sobre a política de remunerações destes e devem poder participar e serem informados de decisões que representem mudanças significativas na sociedade. Esta deve dar a conhecer as regras e procedimentos em casos de tomada de controlo e de transações de carácter extraordinário (*ibid.*: 18 e 19).

Os Princípios sobre o tratamento equitativo são elencados no terceiro capítulo. Os acionistas pertencentes à mesma categoria devem ter os mesmos direitos e a garantia de que participarão na aprovação das alterações ao direito de voto. Cabe às sociedades divulgar todas as informações sobre as diversas categorias de ações aos interessados na sua compra, certificar-se de que os acionistas minoritários são protegidos contra ações abusivas, proibir o abuso de informação privilegiada e criar medidas que rejam os negócios entre as partes relacionadas. Os órgãos sociais devem informar as sociedades de qualquer facto que possa constituir um conflito de interesse, direta ou indiretamente (*ibid.*: 20).

O quarto capítulo remete-nos para o papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no GS, que deverão ser livres de contestar ou denunciar qualquer prática ilegal ou eticamente reprovável, sem sofrer qualquer represália. As sociedades devem possibilitar o aumento da participação dos trabalhadores e salvaguardar os direitos dos credores. Em caso de inobservância, uma compensação pela violação dos seus direitos deve ser tida em conta. (*ibid.*: 21).

No que concerne à divulgação de informação e transparência, a OCDE reforça a importância da divulgação atempada e objetiva de informações relevantes sobre a sociedade, mais especificamente, sobre a situação financeira, o desempenho, as participações sociais e o governo da empresa. Obviamente, estas informações devem ser preparadas tendo em conta os mais elevados padrões contabilísticos e dando cumprimento aos requisitos de divulgação de informações financeiras e não financeiras. Anualmente, um auditor independente deve certificar todas as informações relevantes, com o intuito de

garantir que a informação publicada representa, de forma verdadeira, a posição financeira e o desempenho da empresa (*ibid.*: 22 e 23).

No último capítulo, surgem os Princípios relacionados com as responsabilidades do órgão de administração. Este deve atuar no melhor interesse da sociedade e dos acionistas, deve tratar todos os acionistas equitativamente e deve ter um comportamento ético e profissional. É fundamental que o órgão de administração seja objetivo e independente no processo de tomada de decisão (*ibid.*: 24 e 25).

2.3.4. O Código de Governo das Sociedades cotadas da CNMV – 2015

Em Espanha, o órgão responsável pela emissão do relatório sobre o GS das entidades cotadas é a CNMV. Tal como em Portugal, as entidades espanholas cotadas devem realizar uma avaliação anual ao cumprimento das recomendações das boas práticas do GS, vigorando igualmente o princípio *Comply-or-Explain*.

Segundo o Instituto Europeu de *Corporate Governance* (ECGI, 2016), o primeiro documento produzido em Espanha sobre a temática GS foi «*Una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de Administración*», em outubro de 1996. De acordo com o *Círculo de Empresarios* o tema fez-se emergir na sequência de crises empresariais, momento a partir da qual a opinião pública começou a questionar até que ponto os Conselhos de Administração implementavam sistemas capazes de minimizar e precaver situações de risco.

Em 1998, surgiu o Código sobre o Governo das Sociedades, denominado «*El Gobierno de las Sociedades Cotizadas*» através de uma Comissão Especial criada para estudar um código ético dos conselhos de administração (*ibid.*: 2016). Ao longo dos anos, surgiram outras normas, sendo que, em 2006, as empresas espanholas adotaram um Código Unificado, da autoria da CNMV, fruto da harmonização dos *Informes Olivencia* (1998) e *Aldama* (2003). Entretanto, em fevereiro de 2015, foi aprovado o «Código de Bom Governo das Sociedades Cotadas» que substituiu o Código Unificado (Código da CNMV).

O Código da CNMV é composto por vinte e cinco princípios e sessenta e quatro recomendações. Desta forma, para além do capítulo introdutório, no capítulo II, são descritos os princípios e, no capítulo III, são apresentadas as recomendações, ambos subdivididos em três categorias: aspectos gerais, assembleia-geral de acionistas e conselho de administração.

Os aspectos gerais englobam as limitações estatutárias; a cotação de sociedades integradas em grupos; a informação sobre o cumprimento das recomendações do governo corporativo; as reuniões e contactos com acionistas, investidores e assessores de voto e, por último, o exercício da capacidade de emissão de ações ou de valores convertíveis com exclusão do direito de subscrição preferencial. Os estatutos das sociedades cotadas não devem limitar o número máximo de votos a emitir pelo mesmo acionista, nem devem colocar barreiras que dificultem a tomada de controlo das empresas mediante a aquisição de ações no mercado. Aquando da cotação em bolsa de várias sociedades do grupo, devem ser estabelecidas medidas adequadas de proteção das partes interessadas, da mesma forma que devem estar previstos mecanismos capazes de solucionar potenciais conflitos de interesse. Na AG ordinária, o presidente do CA deve comunicar as alterações ocorridas no GS, desde a última reunião, e, adicionalmente, explanar os motivos do incumprimento de qualquer recomendação. As sociedades devem promover uma política de comunicação entre as várias partes interessadas, de acordo com as normas, contra o abuso de mercado e com um tratamento semelhante dos acionistas que se encontram na mesma posição. O CA não poderá emitir ações ou valores convertíveis, com exclusão do direito de subscrição preferencial, que representem mais de 20% do capital no momento da aprovação (CNMV, 2015: 17-20).

No âmbito das recomendações relacionadas com a AG, a subdivisão apresenta-se da seguinte forma: transparência informativa e voto informado; assistência e participação na AG e políticas sobre as senhas de presença. As sociedades devem publicar as informações relevantes no seu sítio da internet e devem fazê-lo com antecedência suficiente à realização da AG. Os requisitos e procedimentos referentes à titularidade de ações devem estar disponíveis para consulta e devem favorecer a participação e o exercício de voto por parte dos acionistas. Estes deverão ter a possibilidade de propor pontos adicionais aos constantes na convocatória da AG. A comissão de auditoria procurará que o CA apresente as contas sem limitações ou ressalvas, e caso estas existam, será necessária uma justificação clara sobre as mesmas. As reuniões das AG devem ser transmitidas em direto no sítio da internet. Caso os estatutos da sociedade prevejam o pagamento de senhas de presença aos acionistas², as políticas de pagamento deverão ser definidas com a devida antecedência (*ibid.*: 21-24).

² «*Primas de asistencia*» - consiste no pagamento de uma compensação aos acionistas que assistam à AG, quer presencialmente, por delegação de voto, ou através do voto eletrónico (CNMV, 2015: 24).

No terceiro capítulo, são apresentadas as recomendações sobre o CA que englobam as responsabilidades dos membros, a estrutura e a composição do CA, o seu funcionamento, a organização, a responsabilidade social corporativa e a remuneração dos administradores.

O CA deve desempenhar as suas tarefas com o propósito do interesse social e com independência, visando a continuidade e maximização do valor económico da empresa. Ou seja, o CA deve reger-se por um comportamento ético, baseado na boa fé e respeito pelas práticas comumente aceites, procurando conciliar os interesses de todas as partes relacionadas com a sociedade (*ibid.*: 25).

A CNMV defende que a dimensão do CA deve ser aquela que permita um funcionamento eficaz e participativo, sendo que o número de membros deverá variar entre cinco e quinze. A política de seleção deverá ser concreta, verificável, correspondente às necessidades do CA e favorecer a diversidade de conhecimentos, experiências e de género. A comissão de nomeações será a entidade responsável pela certificação do cumprimento desta política. Adicionalmente, é recomendada uma composição equilibrada do CA, com um maior número de membros não executivos e uma proporção adequada de administradores independentes e *consejeros dominicales*³. O número de membros independentes deverá representar, pelo menos, a metade do total de administradores (podendo ser de 1/3 em sociedades de menor capitalização). No relatório sobre o GS, deverá constar a justificação em caso de nomeação de um *consejero dominical* cuja participação acionista seja inferior a 3%. A sociedade deve manter atualizada a informação sobre os administradores. E estes encontram-se obrigados a reportar qualquer situação que coloque em causa a sua idoneidade (*ibid.*: 21-24).

No que concerne ao CA, o presidente é o responsável máximo pelo funcionamento eficaz deste órgão e, desempenhando funções executivas, torna-se fundamental o aumento das competências de um administrador não executivo. À comissão de nomeações é incumbida a função de assegurar que os administradores não executivos empregam o número de horas suficientes para exercer as suas funções. Para além disso, o CA deve reunir-se com a frequência necessária e pelo menos oito vezes no ano. As ausências deverão ser as estritamente necessárias e quando ocorrerem o membro ausente deixará instruções a um

³ *Consejeros Dominicales* - Administradores que possuem ou que representam detentores com participação na empresa capaz de influenciar por si próprios, ou por acordos com outros, o controlo da empresa (CNMV). As sociedades devem justificar a nomeação destes membros quando o acionista detém uma participação inferior a 3% (CNMV: 2015, 28).

administrador representante. Situações de discordância nas reuniões serão discriminadas nas atas. Relativamente ao conhecimento e assessoria, as sociedades devem promover programas de atualização de conhecimentos e estabelecer canais adequados para o aconselhamento. Por fim, o CA deverá proceder com a avaliação periódica do seu desempenho, dos membros e das comissões, o CA será assessorado por um consultor externo independente, com a periodicidade mínima de três anos (*ibid.*: 31-36).

Quanto à organização do CA, se existir uma comissão executiva a mesma terá uma composição idêntica à do CA, devendo informar este último sobre as suas decisões. A comissão de auditoria compreenderá membros, na sua maioria, independentes e com conhecimentos sólidos em contabilidade, auditoria e gestão de riscos, posto que, esta comissão desempenhará um papel crucial nos sistemas de controlo interno, gestão de riscos, de informação e na relação entre o auditor externo e a sociedade. Sob supervisão da comissão de auditoria existirá um departamento de auditoria interna, sendo este responsável pela promoção do bom funcionamento dos sistemas de informação e de controlo interno. Supletivamente, existirá um departamento encarregado do controlo e gestão de riscos. Para finalizar, em sociedades com elevada capitalização as comissões de nomeações e de remunerações surgirão separadas. Em ambas, os membros serão, maioritariamente, independentes e possuidores de conhecimentos na matéria (*ibid.*: 45-46).

No campo da responsabilidade social corporativa, a CNMV recomenda a promoção de uma política adequada com a inclusão de princípios ou compromissos assumidos pela empresa perante os diferentes grupos de interesse, como por exemplo, a estratégia a adotar quanto à sustentabilidade, ao meio ambiente e às questões sociais. Fala ainda nos mecanismos de supervisão do risco não financeiro, da ética e da conduta empresarial.

O último ponto aborda a remuneração dos administradores. Esta será a adequada para atrair profissionais com o perfil desejado e de forma a retribuir o desempenho, no entanto, não deve comprometer a independência dos administradores não executivos e a prossecução dos interesses sociais, englobando mecanismos para evitar a assunção excessiva de riscos. As remunerações variáveis, as remunerações atribuídas através de planos de ações e opções e o sistema de reforma devem ser exclusivos dos membros executivos. Se estiver prevista a atribuição de ações como remuneração aos administradores não executivos, estes não poderão aliená-las até ao momento da cessação das funções (*ibid.*: 47-49).

As remunerações variáveis deverão ser pagas tendo em conta o desempenho continuado dos membros e a criação de valor a longo prazo e não somente a evolução do mercado, o

setor de atividade e circunstâncias similares. Uma parte significativa da remuneração variável será diferida por tempo suficiente com intuito de se poder comprovar que os objetivos previamente estabelecidos foram alcançados. Os administradores não poderão transferir a propriedade de um número de ações equivalente a duas vezes a sua remuneração fixa anual e só poderão exercer as opções decorridos pelo menos três anos após a sua atribuição (*ibid.*: 48).

Os estatutos devem prever à sociedade o direito de reclamar o reembolso das componentes variáveis pagas mas que estavam desajustadas ao desempenho ou foram atribuídas com base na inexatidão de factos verificados somente *a posteriori*. Os valores pagos pela cessação do contrato estarão limitados a um máximo equivalente a dois anos de retribuição anual e após comprovação do bom desempenho (*ibid.*: 49). No Quadro 2.3. são apresentadas algumas das especificações do Código agora analisado.

Quadro 2.3. Algumas especificações do Código da CNMV.

Recomendação	Descrição da especificação
5	O CA não poderá emitir ações ou valores convertíveis, com exclusão do direito de subscrição preferencial, que representem mais de 20% do capital no momento da aprovação.
13	O número aconselhável de membros do CA deve ser entre cinco e quinze.
14	As políticas de seleção e nomeação de membros deve ter em conta a meta a alcançar até 2020, onde o número de administradoras corresponda a pelo menos 30% do total do CA.
17	O número de membros independentes deverá representar pelo menos a metade do total de administradores (podendo ser de 1/3 em sociedades de menor capitalização).
19	No relatório sobre o GS deverá constar a justificação da nomeação de um <i>consejero dominical</i> cuja participação acionista seja inferior a 3%.
26	O CA deve reunir-se com a frequência necessária e pelo menos oito vezes no ano.
35	O CA deverá proceder à avaliação periódica do seu desempenho, dos membros e das comissões, essas avaliações serão assessoradas por um consultor externo independente, com a periodicidade mínima de três anos.
62	Os administradores não poderão transferir a propriedade de um número de ações equivalente a duas vezes a sua remuneração fixa anual e só poderão exercer as opções decorridos pelo menos três anos após a sua atribuição.
64	Os valores pagos pela cessação do contrato estarão limitados a um máximo equivalente a dois anos de retribuição anual e após comprovação do bom desempenho.

Fonte: Adaptado de CNMV (2015).

2.3.5. Comparação dos Códigos

A globalização da economia mundial determinou uma padronização dos Códigos, muito devido às exigências dos investidores. Como tal, foram reivindicadas estruturas de GS sólidas e as práticas foram aperfeiçoadas e validadas (Aguilera, *et al.*, 2008: 2). O propósito das iniciativas internacionais foi aumentar a transparência financeira nos mercados globais, partindo do pressuposto de que um bom GS conduz a um melhor desempenho da empresa (Gutpa, Kennedy e Weaver, 2009: 293).

No Quadro 2.4., são expostas algumas informações de cada Código, nomeadamente o ano de entrada em vigor, o número de recomendações e princípios, bem como os documentos que complementam os Códigos (quer normativos que divulgam a entrada em vigor, quer notas e modelos de relatórios explicativos). A CMVM e a CNMV disponibilizam um modelo de relatório com o detalhe das informações a constar no RACG. Enquanto a CNMV disponibiliza às sociedades cotadas um formulário com várias questões sobre o GS, a CMVM, através do Anexo I ao Regulamento n.º 4/2013, enumera os dados que devem compor o RACG.

Quadro 2.4. Composição dos Códigos de GS.

Código	Ano	Recomendações	Princípios	Documentos complementares	Última revisão do Código
CMVM	2013	40	-	Regulamento n.º 4/2013 e Modelo do Relatório do GS	2016 (fusão dos Códigos)
IPCG	2014	45	22	-	
OCDE	2004	-	38	Notas relativas aos Princípios da OCDE sobre o GS	2016
CNMV	2015	64	25	Modelo do Relatório do GS	2015

Fonte: Elaboração própria.

Do ponto de vista numérico, o Código da CNMV é aquele que exhibe um maior número de recomendações, para além dos vinte e cinco princípios nele constantes. Contrariamente, o Código da CMVM apresenta o menor de número recomendações e não dispõe de princípios propriamente ditos. Os Princípios da OCDE, por outro lado, são compostos exclusivamente de princípios, trinta e oito no total. De realçar, ainda, que o código da CNMV, para além dos princípios e das recomendações, realiza uma breve descrição sobre o tema abordado em cada princípio, procedimento também adotado pela OCDE.

Os Códigos acima expostos apresentam divergências e convergências, mas de forma geral, debruçam-se sobre temáticas idênticas. Ao nível das convergências, destacam-se as

recomendações sobre o tratamento equitativo dos acionistas, as funções dos administradores e dos órgãos sociais, a remuneração dos gestores e a divulgação de informação. Todos os Códigos recomendam a proteção dos direitos dos acionistas e o incentivo à participação e presença dos mesmos na AG (conforme consta no Quadro 2.5.).

Quadro 2.5. Capítulos dos Códigos de GS.

Código de Governo das Sociedades da CMVM (2013)	
I	Votação e controlo da sociedade
II	Supervisão, administração e fiscalização
III	Remunerações
IV	Auditoria
V	Conflitos de interesses e transações com partes relacionadas
VI	Informação
Código de Governo das Sociedades - IPCG (2014)	
I	Parte Geral
II	Acionistas e Assembleia-Geral
III	Administração Executiva
IV	Supervisão e fiscalização
V	Avaliação de desempenho e remunerações
VI	Gestão de risco
VII	Informação financeira
Princípios da OCDE sobre o <i>Corporate Governance</i> (2004)	
I	Assegurar a base para um enquadramento eficaz do governo das sociedades
II	Os direitos dos accionistas e funções fundamentais do seu exercício
III	O tratamento equitativo dos accionistas
IV	O papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no GS
V	Divulgação de informação e transparência
VI	As responsabilidades do órgão de administração
Código de Bom Governo das Sociedades Cotadas - CNMV (2015)	
I	Aspetos gerais
II	Assembleia Geral de acionistas
III	Conselho de Administração

Fonte: Elaboração própria.

Relativamente às divergências, algumas questões são unicamente abordadas pelo Código da CNMV. Como por exemplo, as recomendações sobre a adoção de práticas quando há mais de uma empresa do grupo cotada, o facto de prever o pagamento de senhas de presença aos acionistas, a transmissão em direto das AG e a responsabilidade social (CNMV, 2015).

Por seu lado, o Código da CMVM é o único a referir que os estatutos das sociedades não deverão instituir um quórum deliberativo superior aos definidos por lei e abordar a questão

da limitação do direito de votos (CMVM, 2013). Alerta, ainda, para a existência de um gabinete de apoio ao investidor e para divulgação da informação em português e em inglês.

Ao nível da composição dos órgãos sociais, apenas o Código da CNMV e do IPCG mencionam a diversidade de géneros. A CNMV chega mesmo a definir uma meta, em 2020 o número de mulheres no CA deverá representar pelo menos 30% do total de membros (CNMV, 2015: 26). Apenas o IPCG incute a nomeação dos membros de gestão com base na meritocracia (IPCG, 2014: 7).

No que concerne à composição do CA, a CMVM e o IPCG defendem que o número de membros não executivos independentes deve ter em conta a dimensão da sociedade, a estrutura acionista e o *free float* (IPCG, 2014: 13 e CMVM, 2013: II.1.7.). Já a CNMV alerta para o facto do número de membros independentes dever constituir uma ampla maioria do CA, tendo em conta a complexidade da sociedade e a percentagem de participação dos administradores executivos no capital (CNMV, 2015: 27). De acordo com o que esta comissão afere, o número de administradores independentes deve representar pelo menos 50% do total dos administradores ou 1/3 quando a sociedade não tenha uma capitalização elevada (CNMV, 2015: 28). Adicionalmente, a percentagem dos *consejeros dominicales* sobre o total dos administradores não executivos não deverá ser maior do que a relação do capital da sociedade representado por esses *consejeros* e o resto do capital (CNMV, 2015: 29).

Os Códigos, de maneira geral, aconselham a constituição de comissões vistas como necessárias para assegurar uma avaliação competente do desempenho dos administradores e das sociedades, ao mesmo tempo que, promovem a melhoria contínua das práticas e dos sistemas. As comissões de auditoria e a de remunerações acabam por ser discutidas de forma mais aprofundada e ampla. Relativamente à primeira, esta deve ser composta por membros independentes com conhecimentos e experiência demonstrados. Ao nível da comissão de remunerações, a CMVM recomenda que todos os membros sejam independentes (CMVM, 2013: II.3.1), enquanto, o IPCG e a CNMV propõem somente a maioria (IPCG, 2014: 15 e CNMV, 2015: 42). A CNMV sugere que as sociedades com elevada capitalização deverão dispor de duas comissões separadas, a CR e a comissão de nomeações (CNMV, 2015: 42).

No âmbito das responsabilidades do CA, a CNMV opina sobre a faculdade deste emitir ações ou títulos convertíveis (com exclusão do direito de subscrição preferencial). Assim, não deverão proceder com emissões que representem um montante superior a 20% do

capital no momento da delegação (*ibid.*: 20). Os Princípios da OCDE ressaltam a ética, a diligência e a integridade no desempenho das funções, sendo que o órgão de administração deve ser capaz de exercer um juízo objetivo e independente (OCDE, 2004: 24). O IPCG recomenda a separação de funções do órgão de administração, nomeadamente no que concerne às funções de gestão financeira e de gestão do sistema de riscos (Pinto e Moura, 2015: 140).

Relativamente às remunerações dos membros executivos, encontram-se pontos convergentes nos Códigos, à exceção do da OCDE que não aborda, de forma aprofundada, este mecanismo. Entre os pontos similares, está o diferimento de uma parte da remuneração variável de modo a comprovar o desempenho sustentado e sem a assunção de riscos excessivos. Enquanto o IPCG e a CMVM definem um prazo não inferior a três anos (IPCG, 2014: 17 e CMVM, 2013: III.4), a CNMV recomenda o diferimento por um período mínimo suficiente (CNMV, 2015: 48). Caso a remuneração inclua a atribuição de opções, o período de exercício deve ser diferido por um prazo não inferior a três, informação coincidente no Código da CMVM e CNMV (CMVM, 2013: III.7 e CNMV, 2015: 49). A entidade espanhola prevê a possibilidade de entrega de ações a membros não executivos, com a obrigatoriedade de as manterem até ao fim do mandato, com exceção daquelas que precisem ser alienadas com vista a satisfazer os custos relacionados com a sua aquisição (CNMV, 2015: 48). Contrariamente, a CMVM é perentória, a remuneração dos membros não executivos e dos membros do órgão de fiscalização não deve ter qualquer componente cujo valor dependa do desempenho da sociedade (CMVM, 2013: III.2).

A CNMV apresenta recomendações não consideradas nos outros Códigos. A remuneração calculada com base no desempenho da sociedade deverá ter em conta as eventuais ressalvas constantes na certificação legal de contas (CNMV, 2015: 49). Os acordos contratuais devem conter uma cláusula que permita a sociedade reclamar o reembolso das componentes variáveis quando o pagamento se verificar desajustado (CNMV, 2015: 49). Estabelece, ainda, um limite para os valores a pagar na resolução do contrato, mas também para o pagamento decorrente da cessação de funções que não pode superar um montante superior a dois anos de retribuição anual. Esta retribuição deve ocorrer após comprovação do cumprimento dos objetivos previamente estabelecidos (CNMV, 2015: 48). Por sua vez, a CMVM é a única a interditar os membros da administração de celebrar contratos com

vista à mitigação dos riscos decorrentes da remuneração variável, quer com a sociedade, quer com terceiros (CMVM, 2013: III.5).

No que concerne à gestão de riscos, o Código da CNMV e do IPCG dedicam algumas recomendações a este tema. Ambos realçam a necessidade das sociedades adotarem uma política de controlo e gestão de riscos na qual deverão identificar: os riscos a que estão sujeitas, o nível de risco que a sociedade considera aceitável, a possibilidade de ocorrência dos mesmos, as medidas previstas para mitigar o seu impacto e, por fim, identificar os sistemas de informação e de controlo interno utilizados (CNMV, 2015: 40-41 e IPCG, 2014: 18).

A CNMV dedica, no seu Código, um ponto à responsabilidade social corporativa. A sociedade deve incluir na sua política os princípios e compromissos assumidos voluntariamente perante os diferentes grupos de interesse, quer no que concerne aos acionistas e trabalhadores, quer ao nível social e ambiental (CNMV, 2015: 45 e 46). Outra recomendação observada unicamente no Código da CNMV delibera sobre a cotação de várias sociedades do mesmo grupo. Se uma empresa-mãe e uma filial estiverem cotadas, ambas devem divulgar e definir, com precisão, as respectivas áreas de atividade e eventuais relações de negócios entre elas, bem como as existentes entre a subsidiária cotada e as outras empresas do grupo e, ainda, os mecanismos de resolução dos possíveis conflitos de interesse que possam surgir (*ibid.*: 18).

Relativamente ao auditor externo, os Códigos apresentam diferentes abordagens. O IPCG incumbe, ao órgão de fiscalização, a monitorização e a avaliação do auditor externo (IPCG, 2014: 20). Este deve, também, emitir um parecer sobre a independência e a continuidade do auditor, sem definir prazos para a sua rotação, e a prestação de serviços diversos aos de auditoria (*ibid.*: 20). A CMVM coloca, igualmente, a cargo do órgão de fiscalização a avaliação anual do auditor, no entanto, acresce a tarefa de propor a remuneração deste (CMVM, 2013: II.2.2). A comissão portuguesa é mais específica quanto à rotação do auditor e à contratação de serviços diversos aos de auditoria. A rotação do auditor deve ocorrer ao fim de dois ou três mandatos, conforme sejam de quatro ou três anos, respetivamente (*ibid.*: IV.3). Já no que diz respeito ao segundo, as sociedades não deverão contratar serviços diversos aos de auditoria ao auditor externo, todavia, caso haja necessidade, deverão obter prévia autorização do órgão de fiscalização e esses serviços não poderão representar mais de 30% do valor total dos serviços (*ibid.*: IV.2).

A CNMV realça a importância da análise dos motivos de renúncia do auditor externo (CNMV, 2015: 39), solicitando que, no formulário anual sobre o GS, surja a indicação e a explicação dos possíveis desacordos que estejam na origem da mudança de auditor. Pede, ainda, informação sobre ressalvas existentes e as razões para as mesmas. Apesar de questionar os anos de permanência do auditor externo, a CNMV não aborda, de forma direta, a rotação do auditor no seu Código. A OCDE opta por destacar o nível de profissionalismo e de competência que deve ser exigido aos auditores associado à garantia de independência por parte deste profissional (OCDE, 2004: 22-23).

Referindo as transações com partes relacionadas, três documentos aludem esta temática, mas com perspectivas distintas. A CMVM preocupa-se, principalmente, com os negócios realizados entre a sociedade e os acionistas com participação qualificada ou entidades relacionadas (Pinto e Moura, 2015: 141). O IPCG opta por recomendar a existência de mecanismos capazes de prevenir os conflitos de interesse entre as sociedades e os membros dos órgãos sociais (IPCG, 2014: 8-9). Por sua vez, os Princípios da OCDE, remetem para a fiscalização e gestão de potenciais conflitos de interesse por parte dos membros do órgão de administração, incluindo abusos praticados em transações com partes relacionadas, entre os gestores, os membros da administração e os acionistas (OCDE, 2004: 24). A CMVM especifica que os membros de fiscalização e de supervisão devem apresentar um parecer aos negócios celebrados com entidades relacionadas e devem definir o nível relevante de significância dos mesmos (CMVM, 2013).

Em suma, em termos de votação, controlo da sociedade e de conflitos de interesses, a CMVM estabelece recomendações mais detalhadas quando comparada com os restantes entidades, nomeadamente no que diz respeito ao quórum deliberativo, limitação dos direitos de voto e aos procedimentos a adotar para mitigar os conflitos de interesse. As recomendações do Código da CNMV sobre o CA e as comissões de uma sociedade são as mais extensas e pormenorizadas, sendo também as que apresentam mais especificações sobre a composição dos órgãos sociais (percentagem do número de membros independentes, número de membros do CA, proporção de *consejeros dominicales* e nomeação de um *consejero dominical* em representação de um acionista com participação inferior a 3%). Além disto, constata-se que este é o único Código a abordar questões como o pagamento de senhas de presença aos acionistas, a responsabilidade social corporativa e a cotação de mais de uma sociedade do grupo. As recomendações do Código do IPCG, de forma geral, são debatidas nos restantes três Códigos, com algumas exceções, visto que

dedica um capítulo à gestão de riscos, tal como, a menção à diversidade de género e à meritocracia. Denota-se ao nível dos Princípios da OCDE a intenção de tornar os mesmos aplicáveis em vários países e várias realidades. Estes são tidos como uma referência internacional na temática do GS (OCDE, 2016: 3).

3. Estudo empírico aplicado às empresas portuguesas cotadas

3.1. Metodologia de investigação

No presente ponto, serão descritos os procedimentos utilizados para a obtenção do grau de cumprimento das recomendações de GS pelas sociedades portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa, por sociedade e por recomendação. Serão, também, apresentados os critérios usados para a Construção do Índice, tendo em conta a importância de cada recomendação. O nível de importância de cada uma destas será analisado tendo em conta a correspondência das recomendações do Código da CMVM em outros documentos emitidos sobre o GS. Assim, pretende-se identificar as divergências e as convergências do Código da CMVM em comparação com o Código publicado pelo IPCG, com os Princípios da OCDE e, por fim, com o Código da CNMV.

Desta forma, será elaborada uma análise quantitativa e qualitativa, procedendo com um estudo descritivo-correlacional retrospectivo.

3.1.1. Objetivos

Esta investigação tem como objetivos primordiais desenvolver um estudo sobre a evolução do grau de cumprimento das recomendações do código da CMVM pelas sociedades portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa, analisar o grau de adoção das recomendações tendo em consideração o nível de relevância destas e mensurar a influência de diversos mecanismos de GS no desempenho das sociedades e no cumprimento das recomendações.

Pretende-se alcançar objetivos mais específicos:

- Analisar os relatórios de GS emitidos pelas sociedades portuguesas cotadas, recolher as avaliações de cada empresa e, se necessário, reavaliar o grau de cumprimento das recomendações;
- Obter o grau de cumprimento por recomendação e por sociedade ao longo do período da amostra;
- Identificar as divergências e convergências das recomendações entre o Código da CMVM, o Código do IPCG, os Princípios da OCDE e o Código da CNMV;

- Verificar a relevância de cada recomendação do Código da CMVM através da análise da correspondência entre estas e as constantes nos Códigos das outras entidades (IPCG, OCDE e CNMV);
- Obter o valor do Índice para cada sociedade e para todo o período da amostra;
- Analisar as variáveis que influenciam o grau de cumprimento das recomendações e, que, conseqüentemente, contribuem para o valor do Índice;
- Mensurar se alguns dos mecanismos de GS influenciam o desempenho das sociedades.

3.1.2. Recolha dos dados

Os dados, disponibilizados no sítio de cada empresa ou da CMVM, foram recolhidos dos RACG das sociedades portuguesas emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação na *Euronext* (na ausência de informação foram recolhidos do Relatório e Contas das mesmas). Inicialmente, levou-se a cabo uma pesquisa sobre o cumprimento das recomendações de acordo com as avaliações de cada sociedade. Posteriormente, confrontou-se as avaliações das sociedades contidas na segunda parte do RACG com a informação sobre a estrutura acionista, organização e governo da sociedade, originando uma reavaliação do grau de cumprimento das recomendações. Saliente-se, a unanimidade na adoção do Código da CMVM, aspecto facilitador da análise efetuada, uma vez que os RACG apresentam todos a mesma estrutura e os mesmos dados.

3.1.3. Amostra

A amostra é constituída pelas sociedades de direito nacional cotadas na *Euronext* Lisboa no período compreendido entre 2014 e 2016. À exceção da EDP Renováveis, S.A. que, sendo uma entidade de direito espanhol, a sua organização societária «...está sujeita à sua própria lei e, dentro dos limites regulamentares, às recomendações contidas no “Código de Governo das Sociedades”, aprovado pela Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), em julho de 2013» (EDP Renováveis, 2016: 147). No total, foram observados 127 relatórios sobre o GS: 41 do ano de 2014 e 43 de cada um dos dois anos subsequentes. No Apêndice I, encontram-se enumeradas as entidades incluídas na amostra dos três anos em análise.

Foram excluídas as sociedades desportivas (por apresentarem um ano económico diferente das restantes empresas estudadas), à semelhança do praticado pela CMVM no seu

Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades cotadas em Portugal, e as que não estiveram cotadas na *Euronext* Lisboa em todo o período da amostra. Acrescente-se que, de modo similar, não foram consideradas duas instituições financeiras: o Banco Internacional do Funchal, S.A. (BANIF) e o Banco Espírito Santo, S.A. (BES). A 04/01/2016, a CMVM deliberou a exclusão de negociação em mercado das ações e dos instrumentos de dívida subordinada do BANIF (CMVM, 2016), agindo de igual modo em relação ao BES que assistiu à suspensão de negociação das suas ações através de um comunicado da CMVM datado de 01/08/2014; deliberação consecutivamente prorrogada (CMVM, 2014).

Apesar das ações da sociedade Luz Saúde, SA terem sido admitidas à negociação na bolsa de valores somente no dia 11 de Fevereiro de 2014, esta entidade foi considerada na amostra, pois esteve cotada aproximadamente 90% do ano em causa (num total de 255 dias de negociação, esteve cotada 227 dias) e, cumulativamente, o RACG de 2014 da entidade está disponível para consulta.

Relativamente aos dados recolhidos para o ano de 2014, não foi analisado o grau de cumprimento das recomendações das sociedades Imobiliária Construtora Grão Pará, S.A. e Martifer SGPS, S.A., uma vez que não estão disponíveis as avaliações do governo das sociedades, conforme solicitado pela CMVM. No que concerne à primeira, a análise foi realizada com base no RACG publicado nas contas individuais, uma vez que nas contas consolidadas não consta a informação integral e necessária para proceder à avaliação do cumprimento. Também foi utilizado o Relatório e Contas das contas separadas para a entidade SAG Gest - Soluções Automóvel Globais, SGPS, S.A., pois é neste que o RACG foi divulgado.

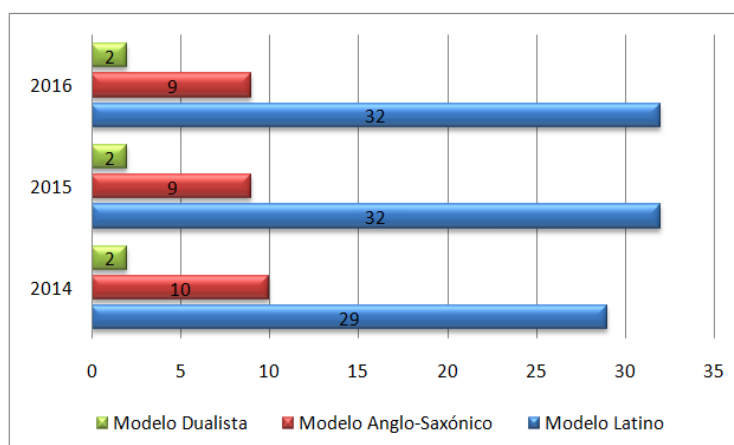


Figura 3.1. Modelo de governo adotado pelas empresas portuguesas cotadas.

Fonte: RACG das entidades portuguesas cotadas.

Através do RACG, e conforme demonstrado na Figura 3.1., foram identificados os modelos de Governo adotados pelas sociedades da amostra. Em 2014, cerca de 70% das empresas optavam pelo modelo latino, enquanto em 2015 e 2016, a adoção deste modelo representava cerca de 74%. Apenas duas sociedades regiam-se pelo modelo dualista, a EDP e o Montepio. Relativamente ao número de entidades que adotavam o modelo anglo-saxónico, verificou-se o decréscimo de uma empresa entre 2014 e 2016 (das 10 existentes, passaram a ser 9), visto que a Novabase optou pelo modelo latino.

3.1.4. Definição do *Score* de GS das empresas portuguesas cotadas

O *Score* de GS das empresas portuguesas cotadas foi criado com base na reavaliação do grau de cumprimento das recomendações do Código da CMVM de 2013 por parte das sociedades portuguesas cotadas incluídas na amostra. Por reavaliação entende-se o processo de atribuição de uma classificação baseada na análise da informação constante em todo o RACG e não somente na avaliação realizada por cada sociedade. Em adição, foi dado relevo ao princípio «*comply or explain*». Por conseguinte, em alguns casos procedeu-se à modificação dessa avaliação. Esta reavaliação ocorreu, essencialmente, sobre as recomendações consideradas pelas sociedades como «não adotadas» e «não aplicáveis». Ou seja, após a recolha dos dados, foi reavaliado o grau de cumprimento de cada recomendação no respeitante período supracitado.

Para a criação do *Score* foram aplicados alguns dos critérios desenvolvidos pela Católica e pela AEM, divulgados nos relatórios emitidos por estas duas entidades (Católica/AEM, 2014). Deu-se especial relevo, à importância do princípio *comply or explain* e à exclusão das recomendações não aplicáveis a cada sociedade. Uma vez que se pretende verificar a evolução do grau de acolhimento das recomendações pelas sociedades portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa, e tendo em conta somente o Código adotado, analisou-se, primeiramente, o *Score*, sem considerar a correspondência com as restantes normas analisadas (Princípios da OCDE, Código do IPCG e Código da CNMV). A CMVM, em alguns relatórios emitidos, também apurou o grau de adoção das recomendações por sociedade, tal não aconteceu na última publicação em causa.

As classificações atribuídas são as seguintes:

- 1) Se a sociedade considera a recomendação como adotada
 - a) Totalmente adotada: 1;

- b) Parcialmente adotada: 0,5.
- 2) Se a sociedade indica como não adotada, foi verificado o seguinte:
- a) Se a justificção for plausível, esta recomendação não é tida em conta para o cálculo no *score*;
 - b) Se se verificar o efetivo incumprimento/justificção insatisfatória ou não for apresentada qualquer justificção é tida em conta no *score* com o valor de 0.
- 3) Se a sociedade indica como não aplicável, dois cenários tornam-se possíveis:
- a) Se apresenta uma justificção plausível, esta recomendação não é tida em conta para o cálculo no *score*;
 - b) Se se conclui que a empresa deveria cumprir é considerada como não adotada e é atribuído o valor de 0.

$$\text{Score por recomendação} = \frac{\text{Somatório das reavaliações por recomendação}}{\text{Número de sociedades consideradas}}$$

$$\text{Score por sociedade} = \frac{\text{Somatório das reavaliações da sociedade}}{\text{Número de recomendações consideradas}}$$

No que concerne ao número de sociedades consideradas, este inclui o total das empresas às quais foram atribuídas classificações de 0, de 0,5 ou de 1.

O número de recomendações consideradas na reavaliação compreende o número de recomendações adotadas ou parcialmente adotadas (1a + 1b), o número de recomendações não adotadas com a avaliação de 0 (2b) e o número de recomendações consideradas como não aplicáveis pelas sociedades, mas que as empresas deveriam cumprir (3b).

A recomendação II.2.3. teve uma análise comum a todas as sociedades. A maioria das empresas considerou-a como adotada, mesmo quando não houve lugar à contratação de qualquer entidade singular ou coletiva que não obedecesse os critérios definidos pela CMVM para apoiar a Comissão de Remunerações.

Assim, foi criada a seguinte classificação: se a sociedade procedeu à contratação de alguma entidade e cumpriu com a recomendação, foi atribuída a classificação de 1; se nenhuma entidade foi contratada, então, foi considerada como não aplicável e não será tida em conta no *score*; se houve alguma contratação, mas não cumpriu com a recomendação, foi imputado o valor de 0.

Por fim, com o intuito de observar o grau de cumprimento das recomendações da CMVM, calculou-se a percentagem de adoção por recomendação e por sociedade.

3.1.5. Construção do Índice de GS das empresas portuguesas cotadas

A construção do Índice teve como base o Índice de Governo Societário Católica Lisbon/AEM, criado pela Católica e pela AEM, tendo sido divulgado nos relatórios emitidos por estas duas entidades. O Índice Católica/AEM consiste na ponderação e mensuração da relevância das diversas recomendações da CMVM, após comparação com as normas internacionais (Católica/AEM, 2014: 3). Para tal, compararam-nas e verificaram o grau de correspondência com *benchmarks* internacionais, nomeadamente com as recomendações e regras decorrentes do Direito Europeu, os Princípios da OCDE e o Código de CG do Reino Unido (*ibid.*: 9).

A ponderação foi atribuída de acordo com o grau de compatibilidade de cada recomendação ou sub-recomendação, uma vez que consideraram que nem todas as sub-recomendações têm igual relevo. O Índice Católica/AEM seguiu os seguintes critérios:

- «- [À]s recomendações ou sub-recomendações com correspondência em todos os *benchmarks* internacionais seleccionados reconheceu-se relevo máximo;
- [À]s recomendações ou sub-recomendações com correspondência em dois dos *benchmarks* internacionais seleccionados foi atribuído relevo médio;
- [À]s recomendações ou sub-recomendações com correspondência em apenas um dos *benchmarks* internacionais seleccionados concedeu-se relevo mínimo;
- [À]s recomendações ou sub-recomendações sem correspondência nos *benchmarks* internacionais seleccionados foi dado relevo nulo» (*ibid.*: 9-10)».

A Católica/AEM realça que a correspondência entre as recomendações foi mensurada tendo em conta a equivalência dos elementos essenciais e não uma completa identidade (*ibid.*: 10). As recomendações com relevo nulo e mínimo não foram consideradas na construção do Índice (*ibid.*: 39).

Mormente terem sido seguidos os processos definidos no Índice Católica/AEM, decidiu-se efetuar algumas adaptações. Assim, os códigos de GS seleccionados para a comparação com a CMVM foram os Princípios da OCDE, o Código da CNMV e o Código do IPCG. Sendo o único coincidente com a escolha da Católica/AEM, a inclusão dos Princípios da OCDE prende-se com facto de estes estarem direccionados para um vasto número de mercados. O

Código da CNMV, por conter, na sua maioria, recomendações mais detalhadas e aprofundadas. Durante o período da amostra havia dois Códigos emitidos por duas entidades portuguesas, a CMVM e o IPCG. De forma a verificar a confluência dos dois, procedeu-se à comparação das recomendações de ambos. No ponto 2.3.5., foi descrita a comparação dos Códigos (a análise mais exaustiva dos Códigos encontra-se no Apêndice II).

Após a obtenção do *Score* por sociedade e por recomendação, foram atribuídas ponderações. Os valores de cada nível de relevância (Quadro 3.1.) poderão não corresponder aos definidos pela Católica/AEM, dado que os mesmos não foram objeto de divulgação. Tal como mencionado, no relatório da Católica/AEM algumas das recomendações foram subdivididas. No Apêndice III, é possível verificar quais foram decompostas e a correspondência das recomendações e sub-recomendações com os Códigos analisados. As recomendações que estavam apenas refletidas no Código da CMVM não foram incorporadas no cálculo do Índice.

Quadro 3.1. Níveis de relevância das recomendações da CMVM.

Ponderação	Relevância	Correspondência
200	Relevo máximo	Correspondência em todos os Códigos
150	Relevo médio	Correspondência em dois Códigos
100	Relevo mínimo	Correspondência num Código
0	Relevo nulo	Sem correspondência

Fonte: Elaboração própria.

Após a atribuição das ponderações a cada recomendação do Código da CMVM (ver Apêndice IV), obteve-se o Índice de todas as sociedades da amostra.

Foi utilizado o *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS) para a análise das estatísticas descritivas.

3.1.6. Hipóteses de investigação

Com o intuito de complementar a análise anteriormente descrita, pretende-se, através de duas regressões lineares, aferir de que forma alguns mecanismos de GS influenciam o Índice, analisando o comportamento das empresas com melhores medidas de performance em relação ao GS. Adicionalmente, procura-se observar a relação de determinados

mecanismos de GS com o desempenho das sociedades, mensurado através do Tobin's Q. Para tal, desenvolveram-se doze hipóteses.

Bhagat e Bolton (2008: 271) aferiram uma relação positiva entre desempenho e o GS, concluindo que os Índice Gompers, Ishii, and Metrick (G-Index) e Bebchuk, Cohen, and Ferrell (E-Index) apresentam igual correlação com a performance. Contudo, Bebchuk, Cohen e Farrell (2004), encontraram uma correlação negativa entre o G-Index e a performance.

H₁: O desempenho das entidades cotadas está relacionado com o Índice de GS.

Do ponto de vista de Schleifer e Vishny (1997), existem modelos de GS com maior sucesso, sendo que estes giram em torno da proteção dos pequenos investidores e da concentração da propriedade. Contudo, para os autores, não há evidência clara de qual é o melhor sistema. Esperança *et al.* (2011: 116) admite que uma das questões que se levanta é a de saber qual dos modelos atua melhor.

H₂: O modelo de GS adotado influencia o Índice/desempenho das sociedades.

A estrutura de propriedade foi anteriormente abordada. Bhagat e Bolton (2008: 271) informam no seu artigo que o número de ações detidas pelos membros de administração está positivamente relacionado com a performance. Bocean e Barbu (2008) concluíram que a estrutura de propriedade interna influencia o desempenho e uma concentração de propriedade externa destrói o valor de mercado.

H₃: Quanto maior as participações qualificadas maior o Índice das sociedades.

H₄: A percentagem de ações próprias influencia o Índice das sociedades.

Para Schleifer e Vishny (1997), numa perspetiva de que os acionistas maioritários podem controlar o comportamento dos gestores, uma participação superior a 50%, detida por grandes acionistas, pode influenciar positivamente a maximização do lucro e a gestão dos ativos. Ideia reforçada por Lane, Canella e Lubatkin (1998). Castaner e Kavadis (2013) e Kavadis e Castaner (2015) medem a concentração acionista pela participação detida pelo acionista maioritário (em percentagem), em cada ano da amostra. Cronqvist e Fahlenbrach (2007: 3) quiseram saber se o desempenho das firmas está sistematicamente relacionado com a presença de um determinado acionista em particular. Segundo estes, alguns investimentos de *blockholders* e o estilo de GS estão intrinsecamente relacionados com uma maior performance e a um maior Tobin's Q.

H₅: A percentagem de ações detida pelo acionista maioritário influencia positivamente o Índice das sociedades.

Na literatura, muitos são os estudos que analisam a relação entre a dimensão do CA e a performance (Eisenberg, Sundgrenb e Wellsc, 1998). Estes autores encontraram uma correlação negativa significativa entre as duas medidas. Yermack (1995) evidenciou, de igual forma, que uma menor dimensão dos CA conduz a um maior nível de eficiência, calculado através do Tobin's Q para uma amostra de 452 empresas industriais dos EUA. Mak e Kusnadi (2005) reiteram a relação inversa entre a dimensão do CA e o valor da empresa, associada à necessidade de um maior nível de monitorização e de controlo e a uma menor comunicação entre os membros (Eisenberg, *et al.*, 1998). Argumentos como flexibilidade e eficiência também são apresentados nas investigações que concluíram este efeito negativo (Cunha e Martins, 2007).

H₆: A dimensão do CA está negativamente relacionada com o Índice/desempenho das sociedades.

A bibliografia que tem vindo a ser publicada demonstra uma relação positiva entre a performance e o número de administradores não executivos independentes. Demonstrou-se que os administradores não executivos podem controlar os administradores executivos na prossecução dos objetivos de crescimento das sociedades (Bozcuk, 2011: 84).

Numa investigação sobre a correlação entre a independência dos administradores no desempenho a longo prazo, Bhagat e Black (2001) concluíram que empresas com um maior número de membros independentes não obtêm, necessariamente, melhores resultados, essencialmente devido a duas razões plausíveis: os administradores independentes não são devidamente incentivados ou não são suficientemente independentes. Cunha e Martins (2007) mostraram uma relação negativa significativa e reforçam a ideia de que a literatura não é clara quanto ao efeito destas duas variáveis.

H₇: O número de membros não executivos independentes está relacionado com o Índice/desempenho das sociedades.

Apenas dezasseis num total de quarenta e sete códigos analisados pelos investigadores abordam a diversidade de género (Terjesen, Couto e Francisco, 2015). Segundo Terjesen *et al.* (2015), firmas com mais administradoras apresentaram uma melhor performance (mensurado pelo Tobin's Q e pelo *return on assets*) e a sua presença aumenta a eficácia do CA. Estes autores concluem, ainda, que as administradoras transmitem ao mercado um

sinal de ética. No entanto, e apesar dos resultados sugerirem alguns efeitos positivos na diversidade de géneros nos CA (por exemplo: monitorização e assiduidade), o efeito médio desta componente no desempenho da empresa é negativo (Adams e Ferreira, 2009: 291). Para Tulliao e Chen (2017: 221), as mulheres têm um comportamento que é visto como estando mais conforme ao que é eticamente correto e com menos tendência para cometer atos ilegais prejudiciais aos restantes membros do CA e à própria sociedade.

H₈: O número de membros femininos no CA influencia o Índice/desempenho das sociedades.

As políticas de remuneração demonstram a relação entre o desempenho das empresas e a remuneração do CA e dos gestores de topo (OCDE, 2016: 54-55). O uso implícito das medidas de rentabilidade na avaliação do CA e na remuneração dos altos executivos é apoiado por uma robusta e positiva relação estatística entre medidas de rentabilidade e as várias medidas de remuneração dos executivos (Bushman e Smith, 2001: 242). Junarsin (2011) analisou a relação entre a performance e a compensação dos administradores, encontrando uma relação positiva entre as duas medidas. A mensuração do desempenho foi realizada através do retorno sobre os ativos, *market-to-book ratio*, resultado por ação e o retorno. Adicionalmente, verificou que os coeficientes da variável performance são mais fortes para os gestores e administradores que apresentam compensações totais mais elevadas.

H₉: A remuneração dos administradores influencia positivamente o Índice/desempenho das sociedades.

De acordo com Bozcuk (2011: 83), o desempenho das empresas está positivamente relacionado com o facto de o auditor ser de uma das maiores firmas de auditoria internacionais, as denominadas *Big 4* (Ernst & Young, Deloitte, KPMG ou PwC). A contratação de uma *Big 4* está relacionada com uma qualidade superior dos serviços de auditoria, com a redução dos custos de agência e conseqüentemente com melhoria da performance (Pillai e Al-Malkawi, 2017). Apesar de o estudo sugerir a hipótese de que existe uma relação positiva entre as variáveis, após a análise estatística foi apurada uma relação negativa. Para Fan e Wong (2005), as grandes empresas de auditoria (o autor considera *Big 5*) têm uma reputação internacional e, de forma geral, consideram-nas mais independentes que os auditores locais.

H₁₀: O facto de o auditor pertencer a uma das Big 4 influencia o Índice/desempenho das sociedades.

A obrigatoriedade de rotação do auditor tem sido muito discutida entre os pesquisadores. Por um lado, alguns defendem que a permanência do auditor coloca em causa a independência do mesmo, por outro lado, é alegado que as falhas registadas ocorrem em maior número nos primeiros anos de mandato (Schelker, 2013: 275-276). De acordo com o autor, nem todos os países adotaram, nos Códigos de GS, recomendações relacionadas com a rotação do auditor e as sociedades podem alterar o auditor responsável por uma questão de estratégia, o que dificulta a análise empírica do assunto. O autor aponta, ainda, para a necessidade de rotatividade do auditor de forma a prevenir efeitos negativos causados pela relação auditor-cliente (*ibid.*: 296).

H₁₁: O número de anos que um auditor presta serviços às sociedades influencia o desempenho das mesmas.

De acordo com a Católica/AEM (2014), existe uma relação estatisticamente significativa entre o cumprimento das recomendações e o facto de uma sociedade integrar o PSI-20.

H₁₂: As entidades do PSI-20 apresentam Índices superiores às restantes sociedades.

3.1.7. Variáveis do estudo

Neste ponto, serão descritas as variáveis dependentes (ou explicadas) e as variáveis independentes (ou explicativas). As variáveis dependentes são o Índice e o Tobin's Q.

A escolha das variáveis independentes baseou-se na revisão da literatura efetuada e nas informações disponibilizadas no RACG das entidades da amostra. Podemos destacar três grandes grupos no que diz respeito às variáveis explicativas: (1) estrutura da propriedade, mensurada pela percentagem de ações próprias, de participações qualificadas e de ações detidas pelo acionista maioritário; (2) o CA, onde é analisado o número total de membros deste órgão, os membros não executivos independentes, o número de mulheres administradoras e a remuneração; (3) o auditor externo, analisado à luz do tipo de profissional e do número de anos consecutivos que presta serviços de auditoria à entidade. Foram ainda adicionados indicadores de rendibilidade e da situação financeira das entidades.

1) Variáveis dependentes ou explicadas:

- q – Tobin's Q

$$Tobin's Q = \frac{(\text{Total do ativo} - \text{Capital próprio}) + (\text{n.º de ações} \times \text{cotação})}{\text{Total do ativo}}$$

- índice – Valores obtidos no através do cálculo do Índice

2) Variáveis independentes ou explicativas:

- psi20 – Se a sociedade integrar o PSI-20, assume o valor de 1; se a entidade não integrar o PSI-20, assume o valor de 0
- block_part – Percentagem das participações qualificadas
- part_ac_maior – Percentagem de ações detidas pelo acionista maioritário
- acoes_p_perc – Percentagem de ações próprias
- ebitda_at – EBITDA/ativo total
- ln_ativo – Logaritmo do ativo total
- aut_fin - Autonomia financeira (Capital próprio/ Ativo total)
- roe – Retorno sobre o capital próprio
- cg_latino – Número de empresas que adotam o modelo latino
- cg_anglo_sax – Número de empresas que adotam o modelo anglo-saxónico
- cg_dualista – Número de empresas que adotam o modelo dualista
- n_adm – Número de membros do CA e do CGS
- n_adm_ind – Número de membros não executivos independentes do CA
- f_adm – Número de membros do sexo feminino presentes no CA
- r_adm_ebitda – Peso da remuneração auferida pelos administradores no grupo (variável + fixa) no EBITDA
- aud – Auditor (0 – se não é uma das *Big 4*; 1 – se for uma *Big 4*)
- y_aud – Número de anos que o auditor presta serviços à sociedade

Os dados foram recolhidos dos relatórios e contas de cada sociedade, onde está incluído o RACG, e através da base de dados *Sabi*. O Montepio, dadas as características da estrutura de propriedade, foi excluído nesta fase da investigação. Contrariamente, a Imobiliária Grão Pará e a Martifer, apesar de não terem sido obtidos o *Score* e o Índice para o ano de 2014, foram incluídas, pois para os anos subsequentes todos os dados estavam disponíveis.

O tratamento de dados foi realizado no programa estatístico STATA. Procurou-se avaliar os efeitos das diferentes variáveis explicativas nas variáveis dependentes. O modelo, cuja variável dependente é o Índice foi analisado através de duas regressões. Assim, foram

desenvolvidos dois modelos econométricos onde foram criadas três regressões em *Panel Data*, duas em *random effects* e uma em *fixed effects*.

3.2. Análise dos resultados

Nos pontos seguintes, serão apresentados os resultados atingidos no cálculo do *Score*, do Índice e através das regressões lineares. Primeiramente, a análise ao *Score* por sociedade e por recomendação. No segundo ponto, os resultados serão apresentados por sociedade. Por último, será descrita a correlação e a significância das variáveis desta investigação.

3.2.1. Score de GS das empresas portuguesas cotadas

Neste ponto, serão apresentados os resultados obtidos no *Score* de forma a demonstrar o grau de cumprimento das recomendações após o processo de reavaliação. Primeiro, será exposto o *Score* por recomendação e, posteriormente, por sociedade. Nos Apêndices V e VI, é possível verificar o *Score* alcançado.

No cômputo geral, o grau de cumprimento por recomendações, ao longo do período da amostra, sofreu ligeiras alterações. Ao nível global, em 2014, este indicador localizava-se nos 86,03%, no ano de 2015 nos 86,88%, atingindo os 87,22% em 2016. As empresas que compunham o PSI-20 apresentaram um grau de acolhimento por recomendação superior (2014: 87,41%, 2015: 88,54% e 2016: 91,45%), quando comparado com as restantes sociedades da amostra.

Em algumas recomendações, verificou-se uma melhoria no cumprimento, contudo, noutras, observou-se o oposto. O comportamento das empresas listadas no PSI-20 nem sempre teve uma tendência idêntica ao total das empresas da amostra. De realçar, ainda, o facto das empresas do PSI-20 não serem as mesmas em todo o período da amostra, dadas as exclusões e inclusões decretadas pela *Euronext* Lisboa.

O nível de adoção da recomendação II.1.7. e da II.2.5. diminuiu seis pontos percentuais (p.p.) de 2014 para 2016. A primeira defende uma proporção adequada de administradores não executivos independentes. E é uma das menos cumpridas: 68% em 2014, 65% em 2015 e 62% em 2016, sendo que em 2014, 12 das 41 sociedades não apresentavam, na composição dos seus órgãos sociais, qualquer membro não executivo independente. Como por exemplo, a The Navigator Company, S.A.; a SONAECOM - SGPS, S.A.; a Corticeira Amorim, SGPS, S.A. e a Altri, SGPS, S.A.. Estas sociedades não alteraram esta situação

até ao fim do ano de 2016. Em 2015, 16 sociedades não tinham qualquer administrador não executivo independente e, relativamente a 2016, contabilizavam-se 17.

Em 2014, o acolhimento destas recomendações, II.1.7. e II.2.5., por parte das entidades pertencentes ao PSI-20 foi de 82% e 85%, respetivamente. Convém mencionar, ainda, que a recomendação II.1.7. manteve-se constante nos 82% ao longo dos três anos. Quanto à recomendação II.2.5., houve uma melhoria no grau de cumprimento, em 2016 era de 92%. Em sentido oposto, o número de sociedades do PSI-20 a adotar as recomendações II.2.1., IV.1. e IV.3. desceu. No que concerne à II.2.1., esta diminuição é justificada pelo facto do presidente do Conselho Fiscal ou da Comissão de Auditoria não ser independente. A recomendação IV.1. remete para o papel a desempenhar pelo auditor externo, nomeadamente na verificação das políticas de remuneração, de controlo interno e na comunicação de qualquer deficiência ao órgão de fiscalização. O incumprimento está maioritariamente associado à delimitação das funções do auditor quanto à política de remuneração. Debruçando-nos sobre a recomendação IV.3., nota-se que a rotação do auditor externo não é promovida por uma das sociedades que integrou o PSI-20 em 2016, a Corticeira Amorim, SGPS, S.A., mantendo, como seu auditor, a *PricewaterhouseCoopers & Associados* desde 2004.

A recomendação II.1.10 é a menos cumprida. Em 2014, apenas era adotada por 31% da totalidade das sociedades. Das 16 empresas consideradas para o cálculo do *Score* apenas, 5 praticavam o recomendado pela CMVM. Ou seja, apenas 5 destacaram um elemento independente capaz de assegurar a tomada de decisões de forma independente e informada pelos membros não executivos, tratando-se de sociedades onde o presidente do CA exerce funções executivas. Ao nível das empresas do PSI-20, as recomendações com um menor grau de acolhimento são a II.1.10 e a I.4., apresentando, ambas, *Scores* iguais ao longo do período da amostra; em 2014 e 2015 assumiam o valor de 50%, já em 2016 este foi de 57%. No que diz respeito à recomendação I.4., o *Score* baixo está relacionado com a falta de revisão dos estatutos quanto à limitação de votos pelo menos de cinco em cinco anos. Sublinhe-se que duas das empresas cotadas têm algo específico relativamente à limitação de votos que podem ser detidos ou exercidos. Elas são: o Montepio - Caixa Económica Montepio Geral e a REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, SA.. A primeira por ter um único constituinte do capital institucional, o Montepio Geral Associação Mutualista (Montepio, 2016: 550) e a segunda porque as limitações legais ditam que não serão

contados os votos emitidos por qualquer acionista, excedendo os 25% da totalidade dos votos (REN, 2016: 88).

De realçar que a recomendação III.4. apresenta uma média de cumprimento de 65,33%, ao longo dos três anos analisados. Ou seja, por ano aproximadamente 12 das sociedades que pagam remunerações variáveis não as diferem por um período igual ou superior a três anos. De acordo com as informações no RACG, em 2015 e 2016, 9 das entidades cotadas não pagaram remunerações variáveis e, em 2014, foram 8. Durante os três anos, o *Score* das empresas do PSI-20 associado a esta recomendação foi de 69%.

Uma outra recomendação que possui um dos graus de adoção mais baixos é a III.3., visto ter uma média de cumprimento de 72%. O mesmo será dizer que 28% das sociedades não definem os limites máximos da remuneração variável.

Algumas recomendações são acolhidas por todas as sociedades consideradas para o cálculo do *Score* nos três anos estudados (6 em 40 recomendações, 15%), nomeadamente, as recomendações: II.1.3., II.1.8., II.2.3, III.5., III.6. e VI.2.. De salientar, no entanto, que, na recomendação II.1.3., apenas duas entidades cotadas obtiveram classificação, pois somente a EDP - Energias de Portugal, SGPS, S.A. e o Montepio - Caixa Económica Montepio Geral dispõem de um Conselho Geral de Supervisão. Relativamente à III.6., apenas foram consideradas 10 sociedades, dado que as restantes não têm em vigor qualquer plano de atribuição de ações como forma de remuneração. O número de recomendações adotadas a 100% pelas empresas listadas no PSI-20 foi de 9. Se considerarmos somente o período de 2016, 40% das recomendações foram cumpridas por todas as entidades do PSI-20.

No que concerne ao grau de cumprimento das recomendações por sociedade, verificam-se, igualmente, pequenas alterações. A entidade com o *Score* mais baixo é a Teixeira Duarte, S.A., com 61%, pontuação consistente em todo o período da amostra. Além disso, em 2014, outras duas empresas apresentam um *Score* abaixo dos 70%, mais especificamente, a Corticeira Amorim, SGPS, S.A., e a Sumol + Compal, S.A. Em 2015 e 2016, a Toyota Caetano Portugal, S.A. baixou o seu *Score* para 67%, aumentando, assim, para 4, as sociedades com um *Score* entre 60% e 69%.

Com um *Score* entre os 70% e os 79%, no ano de 2014, encontravam-se quatro sociedades: a VAA - Vista Alegre Atlantis, SGPS, S.A.; a Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, S.A.; a Toyota Caetano Portugal, S.A.. e a Estoril Sol - SGPS, S.A.. Neste intervalo, em 2015, estava esta última e a Imobiliária Construtora Grão Pará, S.A.. No ano de 2016, às

sociedades de 2015 juntou-se a VAA - Vista Alegre Atlantis, SGPS, S.A., conforme se pode observar na figura abaixo (Figura 3.2.).

Existem empresas que cumprem com todas as recomendações consideradas para cada uma delas ao longo do período da amostra: EDP Renováveis, S.A.; Ibersol - SGPS, S.A.; Montepio - Caixa Económica Montepio Geral; NOS, SGPS, S.A. e Sonae Indústria, SGPS, S.A.. A Sonae – SGPS, SA obteve um *Score* de 99%, em 2014, e de 100% em 2015 e 2016.

As sociedades, de maneira geral, não melhoraram o seu nível de cumprimento das recomendações da CMVM. Podemos, inclusive, verificar que, de 2014 a 2016, houve a redução de uma empresa no intervalo de 90% a 100%. No que concerne ao intervalo do *Score* entre 80% a 89%, houve um aumento do número de sociedades, de 2014 para 2015. No entanto, de 2015 para 2016, houve uma diminuição de uma entidade.

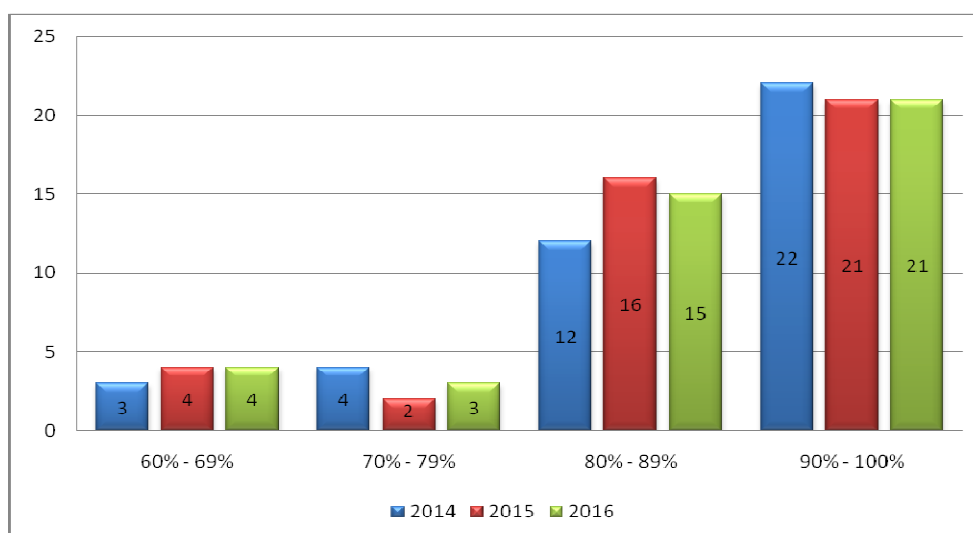


Figura 3.2. *Score* por sociedade (2014 -2016).

Fonte: Elaboração própria.

3.2.2. Índice de GS das empresas portuguesas cotadas

O Índice de GS das empresas portuguesas cotadas foi obtido através da comparação de 47 recomendações e sub-recomendações com os Códigos do IPCG, da CNMV e com os Princípios da OCDE, conforme especificado na metodologia. Assim, das recomendações e sub-recomendações analisadas, 8 (6 e 2, respetivamente) apresentam correspondência em todos os Códigos, ou seja, têm relevo máximo, 10 enquadram-se na categoria de relevo médio (8 recomendações e 2 sub-recomendações), 16 têm relevo mínimo e 13 apresentam-se com relevo nulo (9 recomendações e 4 sub-recomendações). O capítulo sobre a

supervisão e administração da CMVM é o que mais conflui com todos os Códigos (5 das 8 recomendações e sub-recomendações pertencem a este capítulo). No Apêndice, VII é possível verificar o Índice de cada sociedade.

No que concerne ao valor máximo do Índice que uma sociedade pode alcançar, este é de aproximadamente 4058, caso a empresa adote todas as recomendações da CMVM com correspondência nos outros documentos comparativos e com as respetivas ponderações. As sociedades com melhor Índice obtiveram um valor de 3708.

Em termos de classificação por sociedade, quatro delas obtiveram, ao longo dos três anos, um Índice acima dos 3500. Trata-se do Banco BPI, dos CTT, da NOS e da Sonae Capital. As entidades que alcançaram o melhor resultado em 2016 são o Banco BPI e a Sonae, SGPS, S.A., sendo que todas elas eram parte integrante do PSI-20. Contrastando, as sociedades com menor Índice foram a Imobiliária Grão Pará e a Teixeira Duarte, com um Índice abaixo dos 2000. Em 2015, para além destas, a Sumol + Compal, S.A. obteve, igualmente, um Índice abaixo dos 2000. Relembre-se que a Imobiliária Grão Pará não foi incluída no ano de 2014 devido à ausência de dados. Relativamente às sociedades localizadas entre os 2000 e os 2500, destaca-se a Corticeira Amorim e a Estoril Sol, que se mantiveram nesta categoria ao longo dos três em estudo. Como se pode observar na Figura 3.3., a maioria das sociedades apresenta um Índice entre os 2500 e os 3500.

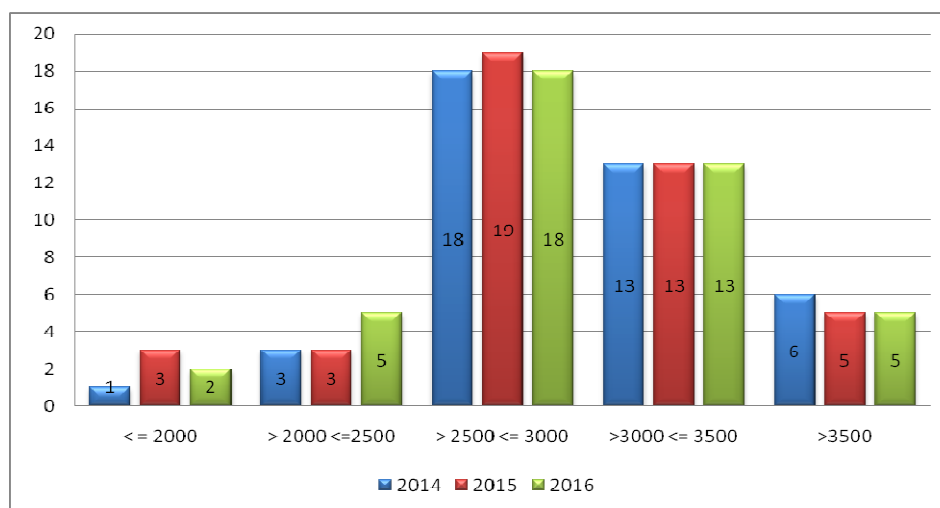


Figura 3.3. Índice por sociedade (2014 -2016).

Fonte: Elaboração própria.

A Novabase foi a sociedade que maior decréscimo registou. Em 2014, atingiu os 3508, sendo uma das sociedades com melhor Índice. Contudo, em 2015 e 2016, o valor foi de 2750. Com um movimento contrário e, apesar de não ser uma das empresas mais bem

posicionadas, o Montepio teve o maior aumento, passando de 2542 para 2892. De 2014 para 2016, 14 sociedades diminuíram o valor do Índice, 15 mantiverem constante o cumprimento das recomendações e 14 progrediram positivamente. Desta forma, concluímos que não há uma trajetória clara quanto à evolução do grau de adoção das recomendações com correspondência nos Códigos do IPCG, da CNMV e nos Princípios da OCDE.

Relativamente às sociedades do PSI-20, há uma característica geral semelhante ao total das sociedades da amostra, estas estão situadas entre os 2500 e os 3500 (Figura 3.4.). Tal como no estudo realizado pela Católica/AEM para o ano de 2013, observa-se que o valor do Índice é superior nestas entidades.

A Teixeira Duarte, que abandonou o PSI-20 no dia 18/03/2016 (Jornal de Negócios, 2016), foi aquela com pior desempenho nos anos de 2014 e 2015 com um Índice de 1842. Em 2016, foi a Corticeira Amorim que obteve o Índice mais baixo, há que mencionar que esta foi uma das entidades que integrou o PSI-20 a 21/03/2016 (Jornal de Negócios, 2016). Por outro lado, o número de sociedades com um Índice superior aos 3500 aumentou de 3 para 5.

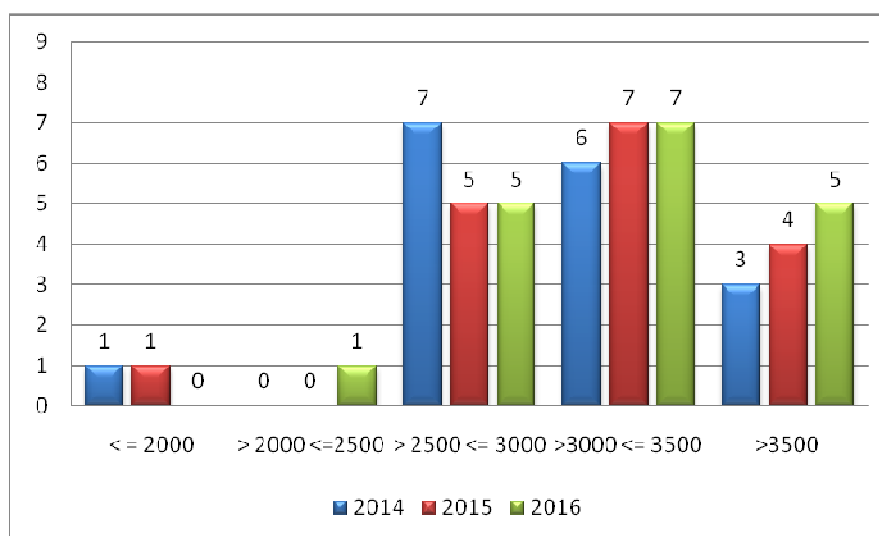


Figura 3.4. Índice por sociedade PSI-20 (2014 -2016).

Fonte: Elaboração própria.

Das sociedades que se mantiveram no PSI-20 ao longo dos três anos, aquelas com melhor e pior evolução foram a Sonae SGPS e o Banco Comercial Português, respetivamente. A Galp Energia é outro exemplo com uma evolução decrescente, tendo obtido 3258, em 2014, e 3208, em 2015. Observou-se uma progressão nula em cinco sociedades. Com um comportamento positivo, contam-se 7 entidades. Aqui, podemos ver que o número de

sociedades que melhoraram ou mantiveram o seu Índice é superior ao número daquelas que diminuíram o seu desempenho.

Em termos da análise das recomendações com relevância máxima, destaca-se o facto de duas delas terem um grau de cumprimento reduzido, mais especificamente, a II.1.7. e a II.1.10.. Relativamente à primeira, que versa sobre o número de membros não executivos independentes, e comparando-a com a correspondente mais próxima no Código da CNMV (a recomendação 17), verifica-se que, em 2014 e 2015, apenas 14 sociedades tinham um número de membros independentes superior a 1/3 do total dos administradores, sendo que dessas 14, somente 4 tinham membros independentes que representavam metade ou mais de metade do total dos membros do CA.

Em 2016, o número de sociedades que tinha mais de 1/3 e 50% de membros independentes aumentou para 16 e 6, respetivamente. A empresa com maior número de membros independentes ao longo dos três anos foi a Sonae SGPS. Em termos globais, e conforme consta no Quadro 3.2., o total de membros independentes teve uma tendência de descida, de 98 para 89, acompanhado também por uma diminuição do número de elementos do CA, de 396 para 360.

Quadro 3.2. Número de membros do órgão de administração.

Ano	N.º de membros do órgão de administração	Membros executivos	Membros não executivos	Membros não executivos independentes	% Membros independentes em relação ao total dos membros do CA
2014	396	159	219	98	24,75%
2015	369	150	219	88	23,85%
2016	360	149	211	89	24,72%

Fonte: Baseado nos RACG das empresas portuguesas cotadas.

Nesta análise, não foram incluídas a EDP e o Montepio, uma vez que adotam um modelo dualista. No fim de 2016, a primeira detinha um CAE com 8 elementos e um CGS com 20 membros. O segundo contava com 7 membros no CAE e 9 no CGS.

Apesar das recomendações da CMVM, não mencionarem a presença de mulheres no CA das sociedades, efetuou-se a recolha dos dados referente a este ponto de forma a confrontar com o recomendado pela CNMV. Segundo esta, em 2020, o peso da presença feminina no CA deverá ser de pelo menos 30%. Nas empresas da amostra, a percentagem de mulheres no total dos membros do CA representava 9,09%, 11,11% e 12,50%, em 2014, 2015 e

2016, respetivamente. Observou-se, assim, um aumento, mas ainda distante dos 30% (Quadro 3.3.).

Quadro 3.3. Número de mulheres no CA.

Ano	Executivas	Não executivas independentes	Não executivas não independentes	Total	% de mulheres no total dos membros do CA
2014	16	3	17	36	9,09%
2015	14	8	19	41	11,11%
2016	12	12	21	45	12,50%

Fonte: Baseado nos RACG das sociedades portuguesas cotadas.

No que concerne à recomendação II.1.10. do Código da CMVM, a maioria das sociedades, cujo presidente do CA exerce funções executivas, não dispõe de membros não executivos independentes que possam orientar as tarefas dos restantes membros não executivos (CMVM, 2013). Em 2014 e 2016, 11 entidades não cumpriam com o exigido pela CMVM, em 2015 contabilizavam-se 10. Assim, e em termos aproximativos, uma dezena de firmas aplicava a dualidade de funções entre o presidente da comissão executiva e do CA.

Nos Quadros 3.4. e 3.5., são apresentadas algumas medidas estatísticas relativamente aos dados obtidos no cálculo do Índice de GS das entidades portuguesas cotadas. Observa-se que a média assumiu os valores de 2949 em 2014, 2901 no ano de 2015 e 2896 em 2016. A média diminuiu, assim, 53 valores de 2014 para 2016, analisando todas as sociedades da amostra (Quadro 3.4.).

Quadro 3.4. Índice de GS das empresas portuguesas cotadas – Medidas estatísticas.

		Ano 2014	Ano 2015	Ano 2016
N	Válido	41	43	43
	Ausente	2	0	0
Média		2948,83	2901,40	2895,58
Mediana		2983,00	2883,00	2892,00
Desvio Padrão		424,634	482,466	487,781
Variância		180314,195	232773,245	237930,249
Mínimo		1842	1408	1408
Máximo		3708	3708	3708
Percentis	25	2646,00	2675,00	2650,00
	50	2983,00	2883,00	2892,00
	75	3266,50	3208,00	3208,00

Com tendência inversa, nas sociedades que integram o PSI-20, a média aumentou 116 valores (Quadro 3.5.). Este facto pode ser justificado pelo aumento do valor mínimo, no ano de 2016, que, por sua vez, deveu-se à saída da Impresa SGPS, SA e da Teixeira Duarte, S.A. do PSI-20. A média do cumprimento das recomendações, tendo por base o nível de relevância, foi superior nas sociedades do PSI-20, quando comparada com a totalidade das empresas da amostra. Falando do desvio padrão, este aumentou para a totalidade das sociedades e mostrou um comportamento irregular nas entidades do PSI-20, tendo aumentado de 2014 para 2015 e descido de 2015 para 2016. A mediana para aquelas que integram o PSI-20 é superior à média, e o mesmo é válido para todas as entidades, contudo apenas em 2014, no que a estas últimas diz respeito.

Quadro 3.5. Índice de GS das empresas portuguesas cotadas PSI-20 – Medidas estatísticas.

		Ano_2014_PSI20	Ano_2015_PSI20	Ano_2016_PSI20
N	Válido	17	17	18
	Ausente	1	1	0
Média		3072,94	3119,00	3188,50
Mediana		3250,00	3208,00	3208,00
Desvio Padrão		460,246	483,084	407,841
Variância		211826,059	233369,750	166334,618
Mínimo		1842	1842	2379
Máximo		3708	3708	3708
Percentis	25	2754,50	2754,50	2866,00
	50	3250,00	3208,00	3208,00
	75	3370,50	3529,00	3620,50

Para o ano de 2014, através do Quadro 3.4., é possível verificar que 75% da totalidade das empresas da amostra apresentam um valor superior a 2646, enquanto apenas 25% atingem um valor maior do que 3266,50, sendo que o valor máximo registado foi de 3708. No que diz respeito às entidades do PSI-20, 75% destas alcançam valores superiores a 2754,50 e 25% ultrapassam os 3370,50 (Quadro 3.5.). Relativamente aos dados de 2015 e de 2016 para todas as firmas da amostra, obteve-se valores idênticos para o primeiro percentil (25) e para o terceiro percentil (75). Assim, no 1.º percentil, os valores são de 2675 e 2650 para 2015 e 2016, respetivamente e o 3.º percentil regista o valor de 3208 para os dois anos. Quanto às empresas do PSI-20, para os anos de 2015 e 2016, observa-se que 75% delas obtiveram um Índice superior a 2754,50 em 2015 e de 2866 no ano de 2016. Por último, 25% das sociedades têm valores superiores a 3529 (2015) e 3620,50 (2016).

3.2.3. Regressão linear múltipla

1) Regressão linear – variável dependente Índice

$$\begin{aligned} \text{Índice}_{it} = & \beta_0 + \beta_1q_{it} + \beta_2\text{psi}20_{it} + \beta_3\text{roe}_{it} + \beta_4\text{part_ac_mai}_{it} + \beta_5\text{n_adm_ind}_{it} \\ & + \beta_6\text{f_adm}_{it} + \beta_7\text{aud}_{it} + \beta_8\text{ebitda_at}_{it} + \beta_9\text{Ln_ativo}_{it} + \beta_{10}\text{block_part}_{it} + \beta_{11}\text{aut_fin}_{it} + \\ & \beta_{12}\text{acoes_p_perc}_{it} + \beta_{13}\text{r_adm_ebitda}_{it} + \mu_{it} \end{aligned}$$

- Regressão em *Fixed effects*

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =       116
Group variable: entidade                       Number of groups =        40

R-sq:  within = 0.6379                          Obs per group:  min =         1
        between = 0.0014                          avg =           2.9
        overall = 0.0002                          max =           3

corr(u_i, Xb) = -0.5593                          F(15,61)        =       7.16
                                                Prob > F         =     0.0000
    
```

indice	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Ano_2014	0	(omitted)				
Ano_2015	-8.802503	18.83838	-0.47	0.642	-46.47216	28.86716
Ano_2016	-19.27643	19.7275	-0.98	0.332	-58.724	20.17113
q	-8.074232	4.645578	-1.74	0.087	-17.36364	1.215175
psi20	81.30447	53.58933	1.52	0.134	-25.85401	188.4629
roe	.1226369	.2606835	0.47	0.640	-.3986321	.6439058
part_ac_mai	108.3826	314.1096	0.35	0.731	-519.7185	736.4836
n_adm_ind	32.82684	15.59566	2.10	0.039	1.64139	64.01229
f_adm	47.09246	20.27037	2.32	0.024	6.559355	87.62556
aud	0	(omitted)				
cg_latino	-569.1679	102.148	-5.57	0.000	-773.4255	-364.9103
cg_anglo_sax	0	(omitted)				
cg_dualista	0	(omitted)				
ebitda_at	450.9626	355.0031	1.27	0.209	-258.91	1160.835
Ln_ativo	-88.48274	54.23794	-1.63	0.108	-196.9382	19.97273
block_part	273.1398	244.7716	1.12	0.269	-216.3112	762.5909
aut_fin	170.5463	134.588	1.27	0.210	-98.57904	439.6716
acoes_p_perc	513.5556	779.218	0.66	0.512	-1044.587	2071.698
r_adm_ebitda	37.30947	75.02685	0.50	0.621	-112.716	187.3349
_cons	4711.985	1099.839	4.28	0.000	2512.721	6911.249
sigma_u	527.94059					
sigma_e	72.148377					
rho	.98166643	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(39, 61) = 47.65 Prob > F = 0.0000

Figura 3.5. Regressão em *Fixed Effects* – Índice.

Analisando os dados acima, podemos observar que o número de membros não executivos independentes do CA e o número de mulheres neste órgão são estatisticamente significativos para o nível de significância de 5% (Figura 3.5.). Isto é, à medida que o número de membros independentes aumenta o Índice melhora. O mesmo acontece com o número de mulheres. À medida que o número de mulheres no CA aumenta o Índice tende a melhorar. Para um nível de significância de 10%, o Tobin's Q é estatisticamente

significativo. Isto leva-nos a concluir que à medida que o Tobin's Q aumenta nas empresas, as preocupações com a observância das orientações sobre o GS diminuem. Esta conclusão corrobora o estudo de Bebchuck *et al.* (2004). As outras variáveis não se mostram estatisticamente significativas.

- Regressão em *Random effects*

```

Random-effects GLS regression                Number of obs    =    116
Group variable: entidade                    Number of groups  =     40

R-sq:  within  = 0.5823                    Obs per group:  min =     1
        between = 0.3592                    avg   =     2.9
        overall = 0.3465                    max   =     3

corr(u_i, X)  = 0 (assumed)                Wald chi2(17)    =   103.32
                                                Prob > chi2      =    0.0000

```

indice	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Ano_2014	26.3085	20.29185	1.30	0.195	-13.46279	66.07979
Ano_2015	10.34124	18.95935	0.55	0.585	-26.81839	47.50088
Ano_2016	0 (omitted)					
q	-1.68314	4.350003	-0.39	0.699	-10.20899	6.842709
psi20	89.1835	54.21726	1.64	0.100	-17.08038	195.4474
roe	.0276899	.272488	0.10	0.919	-.5063767	.5617565
part_ac_mai	1.217598	228.0568	0.01	0.996	-445.7655	448.2007
n_adm_ind	38.7353	15.59332	2.48	0.013	8.172948	69.29765
f_adm	56.26595	20.2483	2.78	0.005	16.58001	95.95188
aud	411.0541	182.5145	2.25	0.024	53.33227	768.7759
cg_latino	227.3707	405.423	0.56	0.575	-567.2438	1021.985
cg_anglo_sax	605.2463	401.8973	1.51	0.132	-182.4579	1392.951
cg_dualista	0 (omitted)					
ebitda_at	322.0561	354.5768	0.91	0.364	-372.9017	1017.014
Ln_ativo	-.4275991	33.91339	-0.01	0.990	-66.89663	66.04143
block_part	10.838	224.8253	0.05	0.962	-429.8115	451.4875
aut_fin	67.17088	122.6742	0.55	0.584	-173.2662	307.608
acoes_p_perc	-228.4871	722.4397	-0.32	0.752	-1644.443	1187.469
r_adm_ebitda	131.3954	76.3724	1.72	0.085	-18.2917	281.0826
_cons	2054.012	827.4625	2.48	0.013	432.2151	3675.808
sigma_u	337.15742					
sigma_e	72.148377					
rho	.95621328 (fraction of variance due to u_i)					

Figura 3.6. Regressão em *Random Effects* – Índice.

Na Figura 3.6., encontram-se descritos os resultados obtidos através da regressão em *random effects*. Observamos que três variáveis influenciam positivamente o Índice, a um nível de significância de 5%. As empresas com o maior número de membros não executivos independentes do CA tendem a apresentar índices mais elevados. Da mesma forma, uma maior presença de mulheres nos cargos de administração tende a contribuir para um Índice superior. O facto da empresa de auditoria ser uma *Big 4*, contribui igualmente para um Índice elevado.

Duas outras variáveis, influenciam igualmente de forma positiva o Índice, a um nível de significância de 10%, o facto de as sociedades pertencerem ao PSI-20 e o nível de remuneração dos administradores. A pertença ao PSI-20 dá às empresas maior visibilidade e quiçá aumenta as suas preocupações ao nível do cumprimento das recomendações de GS. Por outro lado, quanto maior a compensação dos administradores maior o valor do Índice. Os restantes indicadores de desempenho e financeiros não explicam a variável dependente, conclusão idêntica à conseguida pela Católica/AEM que não encontraram relação entre o grau de acolhimento das recomendações e as medidas de desempenho.

2) Regressão linear – Tobin’s Q

$$q_{it} = \beta_0 + \beta_1 n_adm_{it} + \beta_2 n_adm_ind_{it} + \beta_3 f_adm_{it} + \beta_4 aud_{it} + \beta_5 y_aud_ind_{it} + \beta_6 r_adm_ebitda_{it} + \mu_{it}$$

```

Random-effects GLS regression              Number of obs   =       118
Group variable: entidade                  Number of groups =        40

R-sq:  within = 0.0640                    Obs per group:  min =         1
        between = 0.0988                  avg =           3.0
        overall = 0.0932                  max =           3

Wald chi2(10) =          8.61
corr(u_i, X) = 0 (assumed)               Prob > chi2     =       0.5693

```

q	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
Ano_2014	-.6889323	.5272341	-1.31	0.191	-1.722292 .3444276
Ano_2015	-.5451105	.5073797	-1.07	0.283	-1.539557 .4493355
Ano_2016	0	(omitted)			
n_adm	-.1449168	.1580701	-0.92	0.359	-.4547285 .164895
n_adm_ind	.6200841	.3246253	1.91	0.056	-.0161698 1.256338
f_adm	-.4832002	.472246	-1.02	0.306	-1.408785 .442385
aud	1.830602	2.053534	0.89	0.373	-2.194251 5.855454
y_aud	.0629504	.0589737	1.07	0.286	-.0526359 .1785366
cg_latino	4.24423	5.479812	0.77	0.439	-6.496005 14.98446
cg_anglo_sax	2.505415	5.284421	0.47	0.635	-7.851859 12.86269
cg_dualista	0	(omitted)			
r_adm_ebitda	.4977475	1.997784	0.25	0.803	-3.417837 4.413332
_cons	-3.341249	6.221709	-0.54	0.591	-15.53557 8.853076
sigma_u	4.4106717				
sigma_e	2.2224972				
rho	.79750794	(fraction of variance due to u_i)			

Figura 3.7. Regressão em *Random Effects* – Tobin’s Q.

Ao contrário do que seria esperado, apenas o número de membros não executivos independentes tem significância estatística e influencia positivamente o desempenho das sociedades.

Analisando os coeficientes, na Figura 3.7. verifica-se uma relação inversa entre o Tobin's Q e o número de administradores e o número de mulheres no órgão de administração. Por outras palavras, um crescimento no número do CA (no total e femininos) causa uma diminuição do Tobin's Q, contudo sem significância estatística. O coeficiente do peso da remuneração (variável + fixa, no grupo) auferida pelos administradores no EBITDA apresenta um sinal positivo. Assim, esta tende a contribuir para o aumento do Tobin's Q.

Em suma, as regressões econométricas desenvolvidas para explicar as alterações no Índice ao nível de cada empresa cotada comprovaram as hipóteses H₁, H₇ e H₈ em *fixed effects*. Em termos gerais, em *random effects*, foram validadas as hipóteses de investigação H₇, H₈, H₉, H₁₀ e H₁₂. Desta forma, quanto maior for o número de membros não executivos independentes do CA, o número de mulheres no CA e a remuneração dos administradores, maior o grau de cumprimento das recomendações. Quando o auditor é uma das sociedades de auditoria pertencentes ao grupo das *Big 4*, maior o grau de cumprimento das recomendações. Assim, como as sociedades pertencentes ao PSI-20 apresentam, de forma geral, um grau de cumprimento das recomendações superior. Quanto à regressão criada para estudar a relação das variáveis independentes com o Tobin's Q, apenas a H₇ foi corroborada.

4. Conclusão

O GS assume um papel importante no quotidiano das sociedades, a sua existência é cada vez mais valorizada pelos mercados e pelos investidores. A globalização dos mercados financeiros requereu a adoção de recomendações nesta matéria por parte das entidades, principalmente as sociedades cotadas. Os Códigos de GS debruçam-se sobre várias temáticas, mas é possível vislumbrar um maior destaque a um dos mecanismos internos, a administração das sociedades.

Este estudo teve como objetivos principais observar a evolução do grau de cumprimento das recomendações do código da CMVM e mensurar o efeito de alguns mecanismos de GS no acolhimento das normas deste sistema e no desempenho das sociedades. O período de investigação compreendido foi de 2014 a 2016 e foram incluídas, na amostra, as entidades portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa. Pretendeu-se, ainda, desenvolver uma investigação com uma base de dados atual, com a qual fosse possível efetuar uma análise temporal comparativa.

A análise ao grau de adoção das recomendações foi dividida em duas partes. Primeiramente, obteve-se o *Score* de GS das empresas portuguesas cotadas, com base nas avaliações de cada entidade no RACG ao qual, depois, se aplicou um processo de reavaliação. Concluiu-se que a evolução foi constante, sofrendo alterações ligeiras ao longo dos três anos, com tendência de crescimento. Contudo, em algumas recomendações, observou-se um decréscimo no nível de adoção. Em causa estão as recomendações II.1.7. e II.2.5., relacionadas com o número de membros não executivos independentes do CA e com o papel de supervisão dos serviços de auditoria interna. A recomendação menos cumprida é a II.1.10., que está relacionada com as sociedades cujo presidente do CA exerce funções executivas e, por norma, não nomeiam um membro independente para a coordenação dos administradores não executivos. Podemos verificar que as recomendações anteriormente citadas estão englobadas no capítulo do Código da CMVM sobre a supervisão, administração e fiscalização.

Após a obtenção do *Score*, criou-se, num segundo tempo, o Índice de GS das empresas portuguesas cotadas. Nesta fase, indagou-se quais das recomendações da CMVM apresentavam correspondência noutras normas de GS, tendo sido atribuídas ponderações a cada recomendação ou sub-recomendação. Apenas oito tinham equivalência em todos os documentos de GS analisados, ou seja, apenas estas sub-recomendações ou recomendações

obtiveram a categoria de relevo máximo. Com relevo médio e mínimo, foram contabilizadas vinte e seis. De salientar, ainda, que treze foram categorizadas com relevância nula e, desta forma, não foram consideradas para o cálculo do Índice. Das recomendações com relevo máximo, destacam-se duas que se observou como menos adotadas no cálculo do *Score*, as recomendações II.1.7. e II.1.10. O valor máximo que uma entidade poderia alcançar no Índice era de, aproximadamente, 4058. O valor mais elevado observado foi de 3708 e o mais baixo foi de 1408. Sublinhe-se que, ao contrário do *Score*, que apresentou uma ligeira melhoria ao longo dos três anos, o valor médio do Índice decresceu, sendo, no entanto, uma diminuição pouco significativa. No último ano analisado, 2016, apenas 25% das sociedades exibiram um Índice superior a 3208.

Através da análise do *Score* e do Índice foi possível confirmar que as entidades integrantes do PSI-20 exibem valores médios superiores quando comparadas com a totalidade das sociedades.

Para cumprir com o segundo objetivo, foram criados dois modelos econométricos. Numa primeira regressão, estimou-se a associação de alguns mecanismos de GS com o valor do Índice calculado para cada sociedade. Em *fixed effects* há significância estatística entre o número de administradores não executivos independentes, o número de mulheres no CA e o Tobin's Q. Referente aos dois primeiros, quanto maior o número destes membros melhor é o Índice, isto para um nível de significância de 5%. Quanto ao Tobin's Q, quando este aumenta as preocupações com o cumprimento das recomendações sobre o GS diminuem. Em *random effects* há significância estatística entre o Índice de GS das entidades portuguesas cotadas e o número de membros não executivos independentes, a quantidade de mulheres no CA, a remuneração dos administradores, o facto de integrar o PSI-20 e a pertença do auditor às denominadas *Big 4*. Verificou-se, também, que há uma influência positiva destas cinco variáveis independentes com a variável dependente, o Índice. No segundo modelo econométrico, foi mensurado o efeito de alguns critérios do GS no desempenho das sociedades. Ao contrário do espectável, apenas o número de administradores não executivos independentes mostrou influenciar o Tobin's Q.

Em síntese, e após a apresentação das principais conclusões da presente dissertação, espera-se que esta contribua para um melhor entendimento do GS nas sociedades portuguesas cotadas. Trazendo à luz o estudo agora apresentado, pretende-se clarificar não só a perceção das medidas adotadas pelas entidades, mas também a relevância evidente das recomendações que este mecanismo propõe e permite. Em linha com o que foi exposto

previamente, admite-se que os mercados e os setores são distintos entre si e que as normas requerem adequabilidade a cada contexto, seja internacional, seja nacional, ou ainda institucional. No entanto, entende-se que existem linhas orientadoras que podem ser a alavanca para um melhor desempenho das sociedades, mitigando os riscos inerentes a cada uma delas.

4.1. Limitações de âmbito e pesquisas futuras

A investigação aqui desenvolvida resumiu-se a três anos, considerando-se que um período mais alargado poderia contribuir para a obtenção de resultados com maior robustez. Acredita-se, igualmente, que a utilização de outras medidas estatísticas podem ajudar a clarificar a relação entre os mecanismos de GS e o desempenho das empresas, bem como a relação daqueles com o Índice das entidades portuguesas cotadas.

Outra limitação prende-se com o facto de, em alguns RACG das entidades da amostra, ser difícil comprovar o efetivo cumprimento das recomendações. Apenas se confirma o acolhimento ou não, sendo esta uma das limitações apontadas pela CMVM no seu relatório anual sobre o GS (CMVM, 2015).

Vislumbrando desenvolvimentos futuros, acredita-se ser relevante o estudo de um período superior a três anos e a utilização de outros critérios para mensurar o Índice de cada sociedade, nomeadamente, verificar a possibilidade da aplicação do *Gompers, Ishii, and Metrick's G-Index* à realidade portuguesa. Entende-se, ainda, que será benéfica a realização de outras investigações que englobem mais do que um mecanismo de GS e que o seu efeito seja analisado e comparado, aplicando uma metodologia distinta daquela aqui utilizada.

Referências Bibliográficas

- ABDULLAH, A. M.; MURAD, Wahid. M.; HASAN, M. Mahadi - A decision dynamics model of cost control and Corporate Governance. Journal of Developing Areas. 49:2 (2015) 397-405.
- ADAMS, Renée B.; FERREIRA, Daniel - Women in the boardroom and their impact on governance and performance. Journal of Financial Economics 94 (2009) 291–309.
- AGRAWAL, Anup; COOPER, Tommy – Corporate Governance Consequences of Accounting Scandals: Evidence from top management, CFO and auditor turnover Quarterly Journal of Finance. 7:1 (2017)
- AGUILERA, Ruth; CUERVO-CAZURRA, Alvaro – Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger? Organization Studies. ISSN: 0170-8406. 25:3 (2004) 415-443
- AGUILERA, Ruth; CUERVO-CAZURRA, Alvaro; KIM, Soyoung – Taking Stock of Research on Codes of Good Governance [Em linha]. Journal of Financial Economics. (2008) [Consult. 17 Set. 2017] Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1773087
- AHRENS, Thomas; FILATOTCHEV, Igor; THOMSEN, Steen - The research frontier in corporate governance. Journal of Management & Governance. doi: 10.1007/s10997-009-9115-8. 15 (2009) 311-325.
- ALBRING, Susan; ROBINSON, Dahlia; ROBINSON, Michael - Audit committee financial expertise, corporate governance, and the voluntary switch from auditor-provided to non-auditor-provided tax services. Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting. 30 (2014) 81-94.
- AL-NAJJAR, Basil - Corporate governance and CEO pay: Evidence from UK Travel and Leisure listed firms. Tourism Management. 60 (2017) 9-14.
- ALTRI, Altri, SGPS, S.A. – Relatório e Contas 2014 – [Em linha] (2014) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em <http://www.altri.pt/pt/investors/reports-and-presentations/2014>
- ALTRI, Altri, SGPS, S.A. – Relatório e Contas 2015 – [Em linha] (2015) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em <http://www.altri.pt/pt/investors/reports-and-presentations/2015>
- ALTRI, Altri, SGPS, S.A. – Relatório e Contas 2016 – [Em linha] (2016) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em <http://www.altri.pt/pt/investors/reports-and-presentations/2016>
- ATTIG, Najah; GHOUL, Sadok E.; GUEDHAMI, Omrane – Do multiple large shareholders play a corporate governance role? Evidende from east Asia. The Journal of Financial Research. 32:4 (2009) 395-422.
- BALSMEIER, Benjamin; FLEMING, Lee; MANSO, Gustavo – Independent boards innovation. Journal of Financial Economics. 123 (2017) 536-557.
- BCP, Banco Comercial Português, SA – Relatório e Contas - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em <http://ind.millenniumbcp.pt/pt/Institucional/investidores/Pages/RelatorioContas.aspx>
- BEBCHUK, Lucian; ALMA, Cohen; FERRELL, Allen – What matters in Corporate Governance. The Review of Financial Studies. ISSN 1045-6333 (2004) 1-59.

- BHAGAT, Sanjai; BLACK, Bernard – The Non-Correlation between board independence and long term firm performance. Journal of Corporation Law. 27 (2001) 231-274.
- BHAGAT, Sanjai; BOLTON, Brian – Corporate governance and firm performance. Journal of Corporate Finance. 14 (2008) 257-273.
- BHAGAT, Sanjai; BOLTON, Brian; ROMANO, Roberta – The Promise and Peril of Corporate Governance Indices. Columbia Law Review. 108:8 (2008) 1803-1882.
- BLANCHARD, Danielle e DIONNE, Georges - Risk Management and Corporate Governance. [em linha] HEC Montreal Risk Management Chair Working Paper No. 03-04. (2003) [Consult. a 17 Jun. 2017] Disponível em <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.441482>
- BOCEAN, Catalin. G.; BARBU, Caudiu. M. - Corporate governance and firm performance. Management and Marketing Journal, 5:1 (2007) 125-131.
- BOYD, Brian K. – CEO duality and firm performance: a contingency model. Strategic Management Journal 16:4 (1995) 301-312.
- BOZCUK, Aslihan E. – Performance effects of outside directors on corporate boards. International Journal of Business and Social Science, 2:20 (2011) 80-84.
- BPI, Banco BPI, S.A. – Relatório e Contas - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em <http://bpi.bancobpi.pt/index.asp?riIdArea=AreaDFinanceiros&riId=DContas>
- BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. – Financial accounting information and corporate governance. Journal of Accounting and Economics. 32:1-3 (2001) 237-333
- BYARD, Donal; LI, Ying; WEINTROP, Joseph – Corporate governance and the quality of financial analysts' information. Journal of Accounting and Public Policy. 25 (2006) 609-625.
- CASTAÑER, X., KAVADIS, N. - Does Good Governance Prevent Bad Strategy? A Study of Corporate Governance, Financial Diversification, and Value Creation by French Corporations, 2000-2006. Strategic Management Journal, 34 (2013) 863-876.
- CATÓLICA/AEM – Governo das Sociedades em Portugal 2014 – Relatório Católica Lisbon/AEM [Em linha] (2014) [Consult. 18 Set. 2017] Disponível em https://www.clsbe.lisboa.ucp.pt/pt-pt/system/files/assets/files/catolica-aem_corporategovernance_relatorio_2014.pdf
- CAVALEIRO, Diogo - Teixeira Duarte afunda 25% no adeus ao PSI-20 e Montepio sobe 13% [Em linha]. Jornal de negócios. (2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em http://www.jornaldenegocios.pt/mercados/bolsa/detalhe/teixeira_duarte_afunda_25_no_adeus_ao_psi_20_e_montepio_sobe_13
- CHEN, Chen-Wen; LIU, Victor W. – Corporate Governance under asymmetric information: Theory and evidence. Economic Modelling. 33 (2013) 280-291.
- CIMPOR, Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, S.A. – Relatórios & Publicações – [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em http://www.cimpor.pt/investidores/listagem.aspx?caso=NOTICIAS&lang=pt&id_class=200&name=Relatorios-&Publicacoes
- CÍRCULO de Empresarios - Una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de Administración [Em linha]. (1996). [Consult. 20setembro. 2016] Disponível em <http://www.ecgi.org/codes/documents/empres.pdf>

- CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários - CMVM Delibera a Suspensão da Negociação das Acções do BES [em linha] (2014) [Consult. 07 Mai. 2017] Disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20140914z.aspx?v>
- CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários - CMVM delibera exclusão da negociação em mercado regulamentado das ações e de instrumentos de dívida subordinada do BANIF [em linha] (2016) [Consult. 07 Mai. 2017] Disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20160104c.aspx>
- CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários - Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades [Em linha] (2013) [Consult. 27 Set. 2016] Disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Documents/C%C3%B3digo%20de%20Governo%20das%20Sociedades%202013.pdf>
- CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários - Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas [Em linha] [Consult. 13 Jun. 2017] Disponível em http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/C%C3%B3digo%20de%20Governo%20das%20Sociedades/AnexosGovSoc/Pages/99_intro.aspx
- CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários - Regulamento n.º 4/2013 [Em linha] (2013a) [Consult. 27 Set. 2016] Disponível em http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Reg_2013_04.aspx
- CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários – Relatório Anual sobre o Governo das sociedades cotadas em Portugal 2014 [Em linha] (2015) [Consult. 27 Set. 2016] Disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/governosocietadescotadas/Documents/Relat%C3%B3rio%20Governo%20Sociedades%202014.pdf>
- CMVM/IPCG – Comunicado - CMVM e IPCG estabelecem bases de entendimento sobre códigos de governo societário [em linha] (2016) [Consult. 13 jun. 2017] Disponível em http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=1085&Itemid=1
- CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores – El Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas. [Em linha] (2015) [Consult. 27 Set. 2016] Disponível em https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/codigo_buen_gobierno.pdf
- CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores - El gobierno de las sociedades cotizadas [Em linha] (1998) [Consult. 26 Ago. 2017] Disponível em <https://www.cnmv.es/portal/Legislacion/COBG/COBGOCodigo.aspx>
- COFINA, Cofina, SGPS, S.A. – Relatórios financeiros – [Em linha] (2014) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em http://www.cofina.pt/investors/reports/2014.aspx?sc_lang=pt-PT
- COFINA, Cofina, SGPS, S.A. – Relatórios financeiros – [Em linha] (2015) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em http://www.cofina.pt/investors/reports/2015.aspx?sc_lang=pt-PT

- COFINA, Cofina, SGPS, S.A. – Relatórios financeiros – [Em linha] (2016) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em http://www.cofina.pt/investors/reports/2016.aspx?sc_lang=pt-PT
- COMPTA, Compta - Equipamentos e Serviços de Informática, SA - Relatório e Contas - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em <http://www.compta.pt/investidores/>
- CONTRIBUTORS, Wikisource - Sarbanes-Oxley Act of 2002 [Em linha] Wikisource 14:24 (2009) [Consult. 17 Set. 2017] Disponível em https://en.wikisource.org/w/index.php?title=Special:CiteThisPage&page=Sarbanes-Oxley_Act_of_2002%2FTitle_VIII&id=1169093
- CORTICEIRA AMORIM, Corticeira Amorim, SGPS, SA - Relatório e Contas - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em <https://www.amorim.com/investidores/relatorio-e-contas/>
- CRONQVIST, Henrik; FAHLENBRACH, Rudiger – Large shareholders and corporate policies [Em linha]. Fisher College of Business. (2007) [Consult. 17 Set. 2017] Disponível em <http://ssrn.com/abstract=891188>
- CTT, CTT - Correios de Portugal, S.A. – Informação Financeira, Contas Consolidadas - [Em linha] (2014) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em <https://www.ctt.pt/ctt-e-investidores/informacao-financeira/contas-consolidadas.html#panel2-2>
- CTT, CTT - Correios de Portugal, S.A. – Informação Financeira, Contas Consolidadas - [Em linha] (2014) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em <https://www.ctt.pt/ctt-e-investidores/informacao-financeira/contas-consolidadas.html#panel2-1>
- CTT, CTT - Correios de Portugal, S.A. – Informação Financeira, Contas Consolidadas - [Em linha] (2016) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em <https://www.ctt.pt/ctt-e-investidores/informacao-financeira/contas-consolidadas.html#panel1-2>
- CUNHA, Vera M.; MARTINS, António – O Conselho de Administração e o desempenho das sociedades. Contabilidade e Gestão. 4 (2007) 67–92.
- DAHYA, Jay; MCCONNELL, John J.; TRAVLOS, Nickolaos G. - The Cadbury Committee, corporate performance and top management turnover. The Journal of Finance. 57:1 (2002) 461–483.
- DENIS, David J.; DENIS, Diane K.; SARIN, Atulya - Ownership structure and top executive turnover. Journal of Financial Economics. 45 (1997) 193-221.
- DENIS, David J.; SARIN, Atulya - Ownership and board structures in publicly traded corporations. Journal of Financial Economics. 52:2 (1999) 187-223.
- DOIDGE, Craig.; KAAROLYI, Andrew, G.; STULZ, René M. – Why do countries matter so much for corporate governance? Journal of Financial Economics. 86 (2007) 1-39
- EDP RENOVÁVEIS, EDP Renováveis, SA - Informação para investidores - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em <http://www.edpr.com/pt-pt/investidores/informacao-para-investidores/relatorios-e-resultados>
- EDP, EDP - Energias de Portugal, SGPS, SA – Informação para investidores - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em <https://www.edp.com/pt-pt/investidores/informacao-investidor/relatorios-e-contas>

- EISENBERG, Theodore; SUNDGREN, Stefan; WELLS, Martin T. – Large board size and decreasing firm value in small firms. Journal of Financial Economics. 48 (1998) 35-54
- ESPERANÇA, José P.; SOUSA, Ana; PEREIRA, Ivo; SOARES Elisabete – Corporate Governance no Espaço Lusófono. Alfragide: Texto Editores, Lda, 2011. ISBN 978-972-47-4468-1.
- ESTORIL SOL, Estoril Sol - SGPS, SA - Relatório e Contas Anuais da Estoril Sol - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em <http://www.estoril-solsgps.com/relatorios-e-contas/contas-anuais/>
- EUROPEAN Central Bank – Annual Report 2004 [em linha]. Frankfurt: (2005) pp. 219 [Consult. 31 ago. 2016] Disponível em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2004en.pdf?4cc01c9b5ba4f31492c002bd7b5c954e>
- EUROPEAN Corporate Governance Institute -Index of Codes. [Em linha]. (2016). [Consult. 20 Set. 2016]. Disponível em http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php
- F.RAMADA, F. Ramada - Investimentos, SGPS, SA – Relatórios - [Em linha] (2014) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em http://www.ramadainvestimentos.pt/pt/investidores/relatorios_1/2014_1.html
- F.RAMADA, F. Ramada - Investimentos, SGPS, SA – Relatórios - [Em linha] (2015) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em http://www.ramadainvestimentos.pt/pt/investidores/relatorios_1/2015_1_1_1.html
- F.RAMADA, F. Ramada - Investimentos, SGPS, SA – Relatórios - [Em linha] (2016) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em http://www.ramadainvestimentos.pt/pt/investidores/relatorios_1/2016_1_1.html
- FAN, Joseph P.; WONG, T. J. – Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets? Evidence from East Asia. Journal of Accounting Reserach. doi:10.1111/j.1475-679x.2004.00162.x. 43 (2005) 35-72.
- FLORACKIS, Chrisostomos; OZKAN, Aydin – Agency costs and corporate governance mechanisms:evidence for UK firms. International Journal of Managerial Finance. doi: 10.1108/17439130810837375. 4:1 (2008) 1-37.
- GALP ENERGIA, Galp Energia, SGPS, SA – Arquivo de relatórios anuais - [Em linha] (2014 e 2015) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em <http://www.galpenergia.com/PT/INVESTIDOR/RELATORIOS-E-RESULTADOS/RELATORIOS-ANUAIS/Paginas/Arquivo-de-relatorios-anuais.aspx>
- GALP ENERGIA, Galp Energia, SGPS, SA – Relatórios anuais - [Em linha] (2016) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em <http://www.galpenergia.com/PT/investidor/Relatorios-e-resultados/relatorios-anuais/Paginas/ultimos-relatorios-anuais.aspx>
- GILLAN, Stuart L. – Recent Developments in Corporate Governance: An Overview – Journal of Corporate Finance. doi:10.1016/j.jcorpfin.2005.11.002. 12 (2006) 381-402
- GILLAN, Stuart L.; STARKS, Laura T. – A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence. [em linha] Comtemporary Finance Digest. 2:3 (1998) [Consult. 16 Jun. 2017] Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=663523

- GLINTT, Glintt, S.A – Relatórios financeiros - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 21 Set. 2017] Disponível em <https://www.glintt.com/pt/Investidores/Contas/Paginas/Resultados-Financeiros.aspx>
- GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy L.; METRICK, Andrew – Corporate Governance and equity prices. Quarterly Journal of Economics. 118:1 (2003) 107-155
- GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy; METRICK Andrew - Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. The Review of Financial Studies. 23:3 (2010). 1052-1088.
- GRÃO PARÁ, Imobiliária Construtora Grão Pará, SA – Relatório de Governo da Sociedade - [Em linha] (2015) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/RGS60011.pdf>
- GRÃO PARÁ, Imobiliária Construtora Grão Pará, SA – Relatório de Governo da Sociedade - [Em linha] (2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/PC64139.pdf>
- GRÃO PARÁ, Imobiliária Construtora Grão Pará, SA – Relatório e Contas - [Em linha] (2014) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em http://www.graopara.pt/info_mercado/GP_2014_Relatorio_e_Contas_Singular.pdf
- GUPTA, Parveen P.; KENNEDY, Duane B.; WEAVER, Samuel C. – Corporate Governance and Firm Value: Evidence from Canadian Capital Markets. Corporate Ownership of Control. 6:3 (2009). 293-307.
- HASKOVEC, Nolan – Codes of Corporate Governance [Em linha]. Millstein Center for Corporate Governance and Performance. (2012). [Consult. 17 Set. 2017] Disponível em http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/Codes%20of%20Corporate%20Governance_Yale_053112.pdf
- HAWAS, Amira; TSE, Chin-Bun - How Corporate Governance Affects Investment Decisions of Major Shareholders in UK Listed Companies: Has the Recent Credit Crunch Changed the Game? Journal of Accounting, Auditing & Finance. 31:1 (2016). 100-133.
- HOLM, Claus; SCHOLER, Finn - Reduction of Asymmetric Information Through Corporate Governance Mechanisms – The Importance of Ownership Dispersion and Exposure toward the International Capital Market. Corporate Governance: An International Review. doi:10.1111/j.1467-8683.2009.00777.x. 18: 1 (2010) 32–47
- HONORÉ, Florence; MUNARI, Frederico; LA POTTERIE, Bruno - Corporate governance practices and companies' R&D intensity: Evidence from European countries. Research Policy. 44 (2015) 533-543.
- HOPT, Klaus J. – Desenvolvimentos recentes da Corporate Governance na Europa perspectivas para o futuro. In *Miscelâneas N.º 5 do Instituto de direito das empresas e do trabalho*. Coimbra: Edições Almedina, SA, 2008. ISBN 978-972-40-3649-6. pp. 7-39.
- IBERSOL, Ibersol - SGPS, SA – Relatório e Contas - [Em linha] (2014) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.ibersol.pt/investidores/relatorios/relatorio-e-contas/#tab-id-4>
- IBERSOL, Ibersol - SGPS, SA – Relatório e Contas - [Em linha] (2015) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.ibersol.pt/investidores/relatorios/relatorio-e-contas/#tab-id-3>

- IBERSOL, Ibersol - SGPS, SA – Relatório e Contas - [Em linha] (2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.ibersol.pt/investidores/relatorios/relatorio-e-contas/#tab-id-2>
- IMPRESA, Impresa - SGPS, SA – Relatório e Contas - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.impresa.pt/investor/relatorios-e-contas>
- INAPA, Inapa - Investimentos, Participações e Gestão, SA – Relatório e Contas - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://inapa.pt/pt/investidores/resultados/>
- IPCG - Instituto Português de Corporate Governance - Cadernos do IPCG sobre *Corporate Governance* [Em linha]. (Abril. 2011) [Consult. 20setembro. 2016] Disponível em <http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/prefcio.pdf>
- IPCG - Instituto Português de Corporate Governance – Código de Governo das Sociedades [Em linha]. (2014) [Consult. 20 Set. 2016] Disponível em http://www.ecgi.org/codes/documents/code_portugal_jan2014_pt.pdf
- IPCG - Instituto Português de Corporate Governance – Código de Governo das Sociedades [Em linha]. (2016) [Consult. 17 Set. 2017] Disponível em http://www.cgov.pt/ficheiros/Codigo_maio_2016_versao_para_consulta_VF.pdf
- IPCG - Instituto Português de Corporate Governance - Conceitos Básicos: Defina-se Corporate Governance [Em linha] [Consult. 31 Agosto 2016] Disponível em http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=16&Itemid=14
- IPCG - Instituto Português de Corporate Governance - Estatutos [Em linha] (2011) [Consult. 19 Set. 2016] Disponível em http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=2&Itemid=7
- JERÓNIMO MARTINS, Jerónimo Martins - SGPS, SA – Relatório e Contas - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.jeronimomartins.pt/investidor/relatorios.aspx>
- JOHN, Kose; SENBET, Lemma W. – Corporate Governance and board effectiveness. Journal of Banking & Finance. 22 (1998) 371-403.
- JUNARSIN, E. – Executive compensation and firm performance: An empirical examination. European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences. (2011) 163-179.
- KAVADIS, N.; CASTANER, X. - Who drives corporate restructuring? Co-existing owners in French firms. Corporate Governance: An International Review. 23 (2015) 417–433.
- KHACHATURYAN, Arman - The One-Share-One-Vote Controversy in the EU [Em linha]. ECMI Research (2006) [Consult. 16 Jun. 2017] Disponível em <https://ssrn.com/abstract=2005054> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2005054>
- KIRKPATRICK, Grant - Improving Corporate Governance Standards: The Work of the OECD and the Principles [Em linha]. Globe Corporate Governance Guide: the best practice in the boardroom. (2004) [Consult. 17 Set. 2017] Disponível em <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33655111.pdf>

- LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Legal determinants of external finance. The Journal of Finance. 52:3 (1997) 1131–1150.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Law and Finance. The Journal of Political Economy. 106:6 (1998) 1113–1155.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. – Investor protection and corporate governance. Journal of Financial Economics. 58 (2000) 3-27.
- LANDIER, Augustin; SAUVAGNAT, Julien; SRAER, David; THESMAR, David – Bottom-up Corporate Governance. Review of Finance. 17 (2012) 161-201
- LANE, Christel – Changes in Corporate Governance of German Corporations: Convergence to Anglo-American Model? Competition & Change. ISSN 1024-5294. 7:2-3 (2003) 79-100.
- LANE, Peter J.; CANNELLA, Albert A.; LUBATKIN, Michael H. - Agency problems as antecedents to unrelated mergers and diversification: Amihud and Lev reconsidered. Strategic Management Journal 19:6 (1998) 555–578.
- LARCKER, David F.; RICHARDSON, Scott A.; TUNA, Irem – Corporate Governance Accounting Outcomes, and Organizational Performance. The Accounting Review. 82: 4 (2007) 963-1008
- LISGRÁFICA, Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, SA – Relatório e Contas anuais - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.lisgrafica.pt/anuais.htm>
- LONG, Janet - Corporate Governance. Research Starters: Business (Online Edition) [Em linha] (2015) [Consult. 22 setembro 2016]. Disponível em: <http://eds.b.ebscohost.com/eds/detail/detail?sid=b397b401-62b0-4489-b9b1-ef06099cb667%40sessionmgr103&vid=3&hid=103&bdata=JkF1dGhUeXBIPWlwLGNvb2tpZSxzaGliLHVpZCZsYW5nPXB0LWJyJnNpdGU9ZWRzLWxpdmUmc2NvcGU9c2l0ZQ%3d%3d#AN=108690508&db=ers>
- LUZ SAÚDE, Luz Saúde, SA – Relatório e Contas anuais - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.luzsaude.pt/pt/investidores/informacao-financeira/relatorio-e-contas/>
- MAK, Y.T.; KUSNADI, Yuanto – Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value. Pacific-Basin Finance Journal. 13 (2005) 301-318.
- MARTIFER, Martifer - SGPS, SA – Relatório e Contas anuais - [Em linha] (2015) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.martifer.pt/pt/grupo/investidor/publicacoes/informacoes-financeiras/?y=2015>
- MARTIFER, Martifer - SGPS, SA – Relatório e Contas anuais - [Em linha] (2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.martifer.pt/pt/grupo/investidor/publicacoes/informacoes-financeiras/?y=2016>

- MCNULTY, Terry; ZATTONI, Alessandro; DOUGLAS, Thomas - Developing Corporate Governance Research through Qualitative Methods: A Review of Previous Studies. Corporate Governance: An International Review. doi: 10.1111/corg.12006. 21:2 (2013) 183-198.
- MEDIA CAPITAL, Grupo Média Capital, SA – Relatório e Contas - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.mediacapital.pt/p/486/resultados-financeiros/>
- MONTEIRO, Manuel A. - O Corporate Governance - A chamada corporate governance deve a sua génese à discussão da relação entre a propriedade e o controlo das empresas [em linha] [Consult. 12 junho 2017] Disponível em: http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=327. Artigo publicado originalmente no *Anuário do Economista*, da Ordem dos Economistas.
- MONTEPIO, Caixa Económica Montepio Geral – Relatório e Contas - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <https://www.montepio.pt/relatorio-contas>
- MOTA-ENGIL, Mota-Engil, SGPS, SA – Relatório e Contas Consolidadas - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.mota-engil.pt/Investidores/Informacoes-Financeiras>
- NOS, NOS, SGPS, S.A. – Relatório e Contas - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.nos.pt/institucional/PT/investidores/nos-em-numeros/Paginas/resultados.aspx>
- NOVABASE, Novabase - SGPS, SA – Relatório & Contas - [Em linha] (2014) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.novabase.pt/pt/dp/relatorios-contas-2014>
- NOVABASE, Novabase - SGPS, SA – Relatório & Contas - [Em linha] (2015) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.novabase.pt/pt/dp/relatorios-contas-2015>
- NOVABASE, Novabase - SGPS, SA – Relatório & Contas - [Em linha] (2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.novabase.pt/pt/dp/resultados-12m16>
- OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico - Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE, Paris: Éditions OCDE. (2016). <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt>
- OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico – Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades [em linha] (2004) [Consult. 25 Nov. 2016] Disponível em <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>
- OREY, Sociedade Comercial Orey Antunes, SA – Relatório & Contas - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.orey.com/showpage.php?id=13>
- PENG, Mike W.; ZHANG, Shujun; LI, Xinchun – CEO duality and firm performance during China’s Institutional transitions. Management and Organization Review. doi: 10.1111/j.1740-8784.2007.00069.x. 3:2 (2007) 205-225.
- PHAROL, Novabase - SGPS, SA – Relatório e Contas Consolidadas - [Em linha] (2014) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://pharol.pt/pt-pt/informacao-financeira/relatorios/Paginas/2014.aspx>

- PHAROL, Novabase - SGPS, SA – Relatório e Contas Consolidadas - [Em linha] (2015) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://pharol.pt/pt-pt/informacao-financeira/relatorios/Paginas/2015.aspx>
- PHAROL, Novabase - SGPS, SA – Relatório e Contas Consolidadas - [Em linha] (2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://pharol.pt/pt-pt/informacao-financeira/relatorios/Paginas/2016.aspx>
- PILLAI, Rekha; AL-MALKAWI, Husam-Aldin Nizar – On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GC Ccountries. Research in International Business and Finance. ISSN 0275-5319 (2017).
- PINTEA, M. Oana; FULOP, M. Timea – Literature Review on Corporate Governance – Firm Performance Relationship. The Annals of the University of Oradea: Economic Sciences Tom XXIV. ISSN 1582-5450 (2015) 846-854.
- PINTO, José Costa - A emergência e o futuro do Corporate Governance em Portugal. Coimbra: Edições Almedina, 2013. ISBN 9789724054735. pp. 173.
- PINTO, Mota A.; MOURA, Barbosa M. - Códigos de governo das sociedades da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e do Instituto Português de Corporate Governance – Desenvolvimentos recentes. Actualidad Juridica. 39 (2015) 136-141.
- REDITUS, Reditus - SGPS, SA – Relatório e Contas Consolidadas do Exercício - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.reditus.pt/pt-pt/investidores/relatorios-e-contas>
- REN, REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, SA – Relatório e Contas - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em http://www.ren.pt/pt-PT/investidores/relatorio_anual/
- RODRIGUES, Jorge – Corporate Governance – Retomar a confiança perdida. Lisboa: Escolar Editora, 2009. ISBN 978-972-592-257-6. pp. 159
- ROY, Amitava - Corporate Governance and Firm Performance: A Study of Indian listed Firms. Metamorphosis. DOI: 10.1177/0972622516629032. 15:1 (2016) 31-46.
- RUTLEDGE, Robert W.; KARIM, Khondkar E.; LU, Siyu – The effects of board independence and CEO duality on firm performance: Evidence from the NASDAQ-100 Index with controls for Endogeneity. Journal of Applied Business and Economics. 18:2 (2016) 49-71.
- SAG, SAG Gest - Soluções Automóvel Globais, SGPS, SA – Relatório e Contas – Contas Separadas - [Em linha] (2014) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.sag.pt/Files/AG29052015/201412RCSeparadasTotalPor.pdf>
- SAG, SAG Gest - Soluções Automóvel Globais, SGPS, SA – Relatório e Contas – Contas Separadas - [Em linha] (2015) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.sag.pt/Files/AG27052016/SAG201512RCSeparadasTotalPor.pdf>
- SAG, SAG Gest - Soluções Automóvel Globais, SGPS, SA – Relatório e Contas – Contas Separadas - [Em linha] (2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.sag.pt/Files/201612RCCSeparadasTotalPor.pdf>
- SCHELKER, Mark – Auditors and Corporate Governance: Evidence from the Public Sector. KYKLOS. 66:2 (2013) 275-300.

- SDC, SDC Investimentos, SGPS, SA – Relatório e Contas - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.sdcinvestimentos.pt/PT/investidores/informacaofinanceira/relatorioecon>tas
- SEMAPA, Semapa - Sociedade Investimento e Gestão, SGPS, SA – Relatório e Contas - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.semapa.pt/pt-pt/demonstracoes-financeiras>
- SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. – A Survey of Corporate Governance. The Journal of Finance. 52:2 (1997) 737-783.
- SILVA, Artur S., VITORINO, António., ALVES, Carlos. F., CUNHA, Jorge. A. & MONTEIRO, Manuel. A - Livro Banco sobre o Corporate Governance em Portugal. Lisboa: Instituto Português de Corporate Governance. 2006. ISBN 9729997403. pp. 12, 20-26.
- SMITH, Adam – Riqueza das Nações – Volume II. 6.^a. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian. pp. 362-363.
- SONAE CAPITAL, Sonae Capital, SGPS, SA – Relatório e Contas - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.sonaecapital.pt/investidores/relatorios-e-contas>
- SONAE INDÚSTRIA, Sonae Indústria, SGPS, SA – Relatório Anual – Contas Individuais e Consolidadas - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.sonaeindustria.com/page.php?ctx=2,0,42>
- SONAE, Sonae - SGPS, SA – Demonstrações Financeiras - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <https://www.sonae.pt/pt/investidores/informacao-financeira/dados-financeiros/>
- SONAE, Sonae - SGPS, SA – Governo Sociedades - [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <https://www.sonae.pt/pt/investidores/informacao-financeira/dados-financeiros>
- SONAE COM, SONAE COM - SGPS, SA – Relatório & Contas [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.sonae.com/investidores/informacao-financeira/relatorios/>
- SUMOL+COMPAL, Sumol + Compal, S.A – Relatório e Contas – Contas Separadas - [Em linha] (2014) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <https://sumolcompal.pt/pt-pt/investidores/relatorios-e-contas/2014>
- SUMOL+COMPAL, Sumol + Compal, S.A – Relatório e Contas – Contas Separadas - [Em linha] (2015) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <https://sumolcompal.pt/pt-pt/investidores/relatorios-e-contas/2015>
- SUMOL+COMPAL, Sumol + Compal, S.A – Relatório e Contas – Contas Separadas - [Em linha] (2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <https://sumolcompal.pt/pt-pt/investidores/relatorios-e-contas/2016>
- TEIXEIRA DUARTE, Teixeira Duarte, S.A. – Relatório e Contas [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.teixeiraduarte.pt/relatorios-anuais/>

- TERJESEN, Siri; COUTO, Eduardo B.; FRANCISCO, Paulo M. – Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. Journal of Management and Governance. DOI 10.1007/s10997-014-9307-8. 20:3 (2016) 447-483.
- THE COMMITTEE on the financial aspects of Corporate Governance and GEE and CO. LTD- Cadbury Report [Em linha]. Londres: Gee - Professional Publishing Ltd, (1992). [Consult. 31 ago. 2016] Disponível em <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>
- THE NAVIGATOR, The Navigator Company - Relatório e Contas [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.thenavigatorcompany.com/Investidores/Informacao-Financeira>
- TOYOTA, Toyota Caetano Portugal, SA - Relatório e Contas [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <http://www.toyotacaetano.pt/>
- TULIAO, Kristine, V., CHEN, Chung-wen –CEO duality and bribery: the roles of gender and national culture. Management Decision. (2017) 218-231.
- VISTA ALEGRE, VAA - Vista Alegre Atlantis, SGPS, SA - Relatório e Contas [Em linha] (2014, 2015 e 2016) [Consult. 23 Set. 2017] Disponível em <https://vistaalegre.com/investidores/anual.aspx?pid=11&cid=25>
- WEISBACH, Michael S. – Outside directors and CEO turnover. Journal of Financial Economics. 20 (1988) 431-460.
- YERMACK, David – Higher market valuation of companies with a small board of directors. Journal of Financial Economics. 40 (1995) 185-211.
- ZINGALES, Luigi – Corporate Governance [Em linha] The New Palgrave Dictionary of economics and the Law. (1997) [Consult. 16 Jun. 2017] Disponível em <http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/gov.pdf>

Apêndice I – Empresas da amostra

Empresa	2014	2015	2016
Altri, SGPS, SA	Sim	Sim	Sim
Banco BPI, SA	Sim	Sim	Sim
Banco Comercial Português, SA	Sim	Sim	Sim
Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, SA	Sim	Sim	Sim
Cofina, SGPS, SA	Sim	Sim	Sim
Compta - Equipamentos e Serviços de Informática, SA	Sim	Sim	Sim
Corticeira Amorim, SGPS, SA ^(*)	Sim	Sim	Sim
CTT - Correios de Portugal, S.A.	Sim	Sim	Sim
EDP - Energias de Portugal, SGPS, SA	Sim	Sim	Sim
EDP Renováveis, SA	Sim	Sim	Sim
Estoril Sol - SGPS, SA	Sim	Sim	Sim
F. Ramada - Investimentos, SGPS, SA	Sim	Sim	Sim
Galp Energia, SGPS, SA	Sim	Sim	Sim
Glantt - Global Intelligent Technologies, S.A.	Sim	Sim	Sim
Grupo Média Capital, SA	Sim	Sim	Sim
Ibersol - SGPS, SA	Sim	Sim	Sim
Imobiliária Construtora Grão Pará, SA	Não	Sim	Sim
Impresa - SGPS, SA ^(**)	Sim	Sim	Sim
Inapa - Investimentos, Participações e Gestão, SA	Sim	Sim	Sim
Jerónimo Martins - SGPS, SA	Sim	Sim	Sim
Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, SA	Sim	Sim	Sim
Luz Saúde, SA	Sim	Sim	Sim
Martifer - SGPS, SA	Não	Sim	Sim
Montepio - Caixa Económica Montepio Geral ^(*)	Sim	Sim	Sim
Mota-Engil, SGPS, SA	Sim	Sim	Sim
NOS, SGPS, S.A.	Sim	Sim	Sim
Novabase - SGPS, SA	Sim	Sim	Sim
Pharol, SGPS, SA ⁽³⁾	Sim	Sim	Sim
Reditus - SGPS, SA	Sim	Sim	Sim
REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, SA	Sim	Sim	Sim
SAG Gest - Soluções Automóvel Globais, SGPS, SA	Sim	Sim	Sim
SDC - Investimentos, SGPS, S.A. ⁽¹⁾	Sim	Sim	Sim
Semapa - Sociedade Investimento e Gestão, SGPS, SA	Sim	Sim	Sim
Sociedade Comercial Orey Antunes, SA	Sim	Sim	Sim
Sonae - SGPS, SA	Sim	Sim	Sim
Sonae Capital, SGPS, SA ^(*)	Sim	Sim	Sim
Sonae Indústria, SGPS, SA	Sim	Sim	Sim
SONAECOM - SGPS, SA	Sim	Sim	Sim
Sumol + Compal, S.A.	Sim	Sim	Sim
Teixeira Duarte SA ^(**)	Sim	Sim	Sim
The Navigator Company, SA ⁽²⁾	Sim	Sim	Sim
Toyota Caetano Portugal, SA	Sim	Sim	Sim
VAA - Vista Alegre Atlantis, SGPS, SA	Sim	Sim	Sim
TOTAL	41	43	43

* Entrada no PSI-20 a 21/03/2016

** Saída do PSI-20 a 18/03/2016

(1) Anteriormente denominada por Grupo Soares da Costa (alteração efetuada a 27/05/2014).

(2) Anteriormente denominada por Portucel - Empresa Produtora de Pasta e Papel, S.A. (a alteração efetuada a 14/04/2016).

(3) Anteriormente denominada por Portugal Telecom, SGPS, S.A. (alteração efetuada a 29/05/2015).

Apêndice II – Comparação dos Código de CG

1) Código de Governo das Sociedades da CMVM (2013)			
Resumo do Código	Comparação entre os códigos		
I Votação e controlo da sociedade	2) IPCG	3) OCDE	4) CNMV
<p>As sociedades devem incentivar a presença e participação dos acionistas nas AG, adicionalmente, devem criar mecanismos que permitam o exercício do direito de voto por meios alternativos à presença (correspondência e por via eletrónica). Não deverá ser dificultada a tomada de decisões por parte dos acionistas (ex.: fixar um quórum deliberativo superior ao previsto por lei). Se os estatutos da sociedade preverem a limitação do número de votos que podem ser detidos ou exercidos por um único acionista, também deverá ser previsto nos estatutos num intervalo de cinco anos a continuação ou alteração dessa limitação. As sociedades não devem estabelecer mecanismos que tenham por efeito provocar o desfasamento entre o direito de recebimento de dividendos ou à subscrição de novos valores mobiliários e o direito de voto de cada ação ordinária (salvo se devidamente fundamentado).</p>	<p>Nota 2.1.) Código da CMVM substancialmente mais detalhado, IPCG menciona o tratamento equitativo dos acionistas e investidores, um adequado envolvimento dos acionistas no GS e o dever da sociedade de estimular e favorecer a participação pessoal dos acionistas.</p>	<p>Nota 3.1.) Os princípios da OCDE abordam outros pontos, de entre os quais: o direito a métodos seguros de registo de titularidade; a divulgação das formas de estruturação de capital social; a clara articulação e divulgação das regras; e, procedimentos aplicáveis à tomada de controlo e as transações de carácter extraordinário. As medidas anti-OPA não devem ser utilizadas para ilibar os gestores e CA das suas responsabilidades. Pronuncia-se sobre os direitos inerentes aos investidores institucionais na qualidade de entidades fiduciárias.</p>	<p>Nota 4.1.) O código da CNMV menciona a possibilidade do acionista completar a agenda de trabalho da AG, a necessidade de publicação das regras de participação na AG pela sociedade, a disponibilização o formulário de delegação de voto ou voto à distância e, após realização da AG, a sociedade deve divulgar o desfecho da AG. <u>É o único a prever o pagamento de senhas de presença aos acionistas (primas de assistência)</u>.</p>
<p>II Supervisão, administração e fiscalização</p> <p>II.1. Supervisão e administração</p> <p>No caso de delegação da administração quotidiana da empresa, as competências delegadas deverão ser identificadas no RACG, no entanto, não pode ser delegado as decisões estratégicas, a própria estratégia da empresa e a definição da estrutura do grupo, sendo que compete ao Conselho Geral e de Supervisão (CSG) a obrigatoriedade de se pronunciar sobre estas últimas. As sociedades devem criar comissões que assegurem uma avaliação do desempenho dos órgãos sociais e das comissões. Devem, ainda, avaliar as práticas do governo adotado e propor melhorias. O CA ou CGS devem fixar objetivos no que concerne à gestão de riscos e criar sistemas de controlo. O número de administradores não executivos independentes deve ser definido tendo em conta o modelo adotado, a dimensão da sociedade, a estrutura da acionista e o <i>free float</i>. A coordenação dos membros não executivos deve ficar a cargo de um administrador independente, isto, no caso do presidente do CA exercer funções executivas.</p>	<p>Nota 2.2.) O órgão de administração deve aprovar um regulamento interno de funcionamento da administração executiva. Podem ser atribuídas tarefas específicas a determinados administradores executivos. O Regulamento deve promover uma apreciação sobre o exercício de funções dos administradores em outras sociedades fora do grupo.</p>	<p>Nota 3.2.) A OCDE debruça-se sobre as funções fundamentais dos órgãos de administração, a independência e a necessidade do órgão de administração ter acesso a informações rigorosas, relevantes e oportunas.</p>	<p>Nota 4.2.) No que concerne a este ponto o código emitido pela CNMV é mais extenso que o emitido pela CMVM.</p>
<p>II.2. Fiscalização</p> <p>De acordo como modelo aplicável o presidente do Conselho Fiscal (CF), da Comissão de Auditoria ou da Comissão de Matérias Financeiras deve ser independente e possuir competências adequadas ao exercício das funções. O órgão de fiscalização deverá ser o principal interlocutor entre a empresa e os auditores externos. O órgão de fiscalização deverá propor os honorários do auditor externo, avaliar o desempenho deste, deliberando sobre a sua continuidade. Este órgão deve ainda avaliar a eficácia dos sistema de controlo interno e de gestão de riscos propondo as melhorias que considerar necessárias. A Comissão de Auditoria, o CGS e o CF devem acompanhar os trabalhos da auditoria interna e de <i>Compliance</i>.</p>	<p>Nota 2.3.) O número de membros do órgão de fiscalização, dos sistemas de auditoria e de gestão de riscos deve ser adequado à dimensão da sociedade e à complexidade dos riscos inerentes à sua atividade. O órgão de fiscalização deve assegurar que o CA divulga informação fidedigna e representativa da verdadeira situação da empresa. A CMVM enumera os relatórios "mínimos" que os auditores, internos e externos, devem apresentar ao órgão de fiscalização (CMVM II.2.5).</p>	<p>Nota 3.3.) A OCDE não especifica informação sobre esta matéria, apenas informa que os órgãos representativos da sociedade devem poder comunicar livremente as suas preocupações sobre as práticas ilegais ou contrárias aos princípios de ética, sendo que estes não devem ser prejudicados por manifestarem a sua opinião.</p>	<p>Nota 4.3.) A nomeação dos membros da Comissão de Auditoria deve ter em conta, em especialmente o presidente, conhecimentos sólidos e experiência em auditoria ou gestão de riscos e em contabilidade. A maioria dos seus membros devem ser independentes. Deverá ser constituída a função de auditoria interna, esta deve assegurar o bom funcionamento dos sistemas informáticos, de controlo interno e deverá submeter à Comissão de Auditoria um relatório anual. A comissão de auditoria deve ser informada de alterações significativas na estrutura da sociedade.</p>
<p>II.3. Fixação de remunerações</p> <p><u>Todos</u> os membros da Comissão de Remunerações (CR) devem ser independentes relativamente aos membros executivos do CA e deverá ter pelo menos um membro com conhecimentos e experiência em matérias de política de remuneração. <u>Não</u> deverá ser contratada pela CR qualquer pessoa ou sociedade que tenha prestado ou preste serviços à sociedade, pelo menos pelo prazo de três anos. <u>A CR deverá submeter à aprovação da AG as propostas relacionadas com a aprovação de planos de atribuição de ações e/ou opções de aquisição de ações ou com base nas variações dos preços das ações a membros dos órgãos sociais. Bem como deverá ser submetida à AG a proposta relativa à aprovação de qualquer sistema de benefícios de reforma</u> estabelecidos a favor dos membros dos órgãos sociais.</p>	<p>Nota 2.4.) O IPCG recomenda que a maioria dos membros da CR sejam independentes, e não todos como prevê a CMVM. <u>A CR deve aprovar no início de cada mandato o montante das remunerações em caso de cessação de funções, as remunerações fixas e variáveis (inclusive remunerações baseadas em opções ou ações da própria sociedade) o regime de pensões (se os estatutos o permitirem)</u>. Um membro da CR deve estar presente na AG sempre que se justifique. Não define o período mínimo necessário para um entidade ser contratada pela CR no caso desta ter prestado serviços à sociedade. O IPCG recomenda que deverá haver uma comissão responsável pelas nomeações dos administradores, caso a dimensão da empresa justifique.</p>	<p>Nota 3.4.) Não se pronuncia de forma direta sobre a Comissão de Remunerações.</p>	<p>Nota 4.4.) Os membros da CR devem ser na sua maioria independentes. <u>As sociedades com uma capitalização elevada devem ter a CR e a comissão de nomeações, separadas</u> (CMVM não menciona esta última). A comissão de nomeações deve verificar a idoneidade dos candidatos ao cargo de administração. A CR deve verificar periodicamente o cumprimento da política de remunerações.</p>

1) Código de Governo das Sociedades da CMVM (2013)			
Resumo do Código	Comparação entre os códigos		
	2) IPCG	3) OCDE	4) CNMV
<p>III Remunerações</p> <p>A remuneração dos membros executivos deve ter como base o desempenho destes, por sua vez a remuneração dos membros não executivos do CA e dos membros do órgão de fiscalização não deve incluir nenhuma componente que dependa do desempenho da sociedade ou do seu valor. A componente variável da remuneração deve ser adequada tendo em conta a remuneração fixa e deverá ser diferida por um período não inferior a três anos de forma a verificar o desempenho da sociedade a longo do período. Os administradores que tenham adquirido ações com base na remuneração variável devem mantê-las até ao termo do mandato (até ao limite de duas vezes o valor da remuneração total anual), com exceção daquelas que necessitem de ser alienadas com vista ao pagamento de impostos resultantes do benefício das remunerações. Quando a remuneração variável compreender a atribuição de opções, o início do período de exercício deve ser diferido por um prazo não inferior a três anos.</p>	<p>Nota 2.5.) A CMVM recomenda que a remuneração dos órgãos de fiscalização e administradores não executivos não inclua nenhuma componente variável e que os membros do CA não devem celebrar contratos com outras entidades que tenham por efeito mitigar o risco inerente à variabilidade das remunerações, o IPCG não aborda estas questões, nem a restrição por a alienação de ações adquiridas com base na remuneração variável.</p>	<p>Nota 3.5.) Menciona apenas a harmonização pelos órgãos de administração da remuneração dos principais executivos e dos membros do órgão de administração de acordo com os interesses a longo prazo da empresa e dos acionistas, bem como, a capacidade do órgão de administração ser capaz de exercer um juízo objetivo e independente da remuneração dos membros do mesmo.</p>	<p>Nota 4.5.) A remuneração dos administradores deve ser necessária para reter e atrair administradores com o perfil adequado, mas não tão elevada que possa comprometer os critérios de independência dos administradores não executivos. A remuneração variável deve ser atribuída somente aos administradores executivos, aos administradores não executivos poderão ser entregues desde que os mesmos mantenham-nas até ao fim dos seus mandatos. <u>As remunerações variáveis relacionadas com o desempenho da sociedade devem ter em conta eventuais ressalvas na Certificação Legal de Contas.</u> Os acordos contratuais devem incluir uma cláusula que permita a sociedade pedir o reembolso das componentes da remuneração variável quando o pagamento não esteja ajustado. Os valores a pagar em caso de resolução do contrato não pode ser superior a dois anos de retribuição anual e até que seja comprovado o exercício de funções adequado.</p>
<p>IV Auditoria</p> <p>O auditor externo deve verificar a aplicação das políticas e sistemas de remuneração dos órgãos sociais, os mecanismos de controlo interno e reportar quaisquer deficiências. A sociedades não devem contratar à sociedade de auditoria outros serviços, se tal acontecer os serviços não devem ter um peso superior a 30% do valor total dos serviços prestados à sociedade. As sociedades devem promover a rotação do auditor de dois (para mandatos de 4 anos) ou três mandatos (para mandatos de três anos), caso a sociedade opte por manter o auditor para além deste período, o órgão de fiscalização deve emitir parecer sobre a independência do auditor e as vantagens para a sua continuidade.</p>	<p>Nota 2.6.) O IPCG recomenda a emissão de parecer pelo órgão de fiscalização sobre a manutenção do auditor externo no fim de cada mandato, mas não aborda diretamente a rotatividade do auditor e, conseqüentemente, o número de anos aconselhável para a rotatividade do auditor.</p>	<p>Nota 3.6.) A OCDE manifesta-se sobre a necessidade de uma auditoria anual por um auditor independente de forma a garantir que a informação financeira e económica da sociedade refletem a verdadeira situação da empresa, os auditores devem realizar o seu trabalho com o devido profissionalismo.</p>	<p>Nota 4.6.) Em caso de renúncia do auditor externo devem ser apurados os motivos, a remuneração do auditor externo não deve comprometer a qualidade nem a independência. A Sociedade deve comunicar à CNMV a alteração de auditor e a eventual existência de desacordos. Deve ser realizada uma reunião anual entre o auditor externo e todos os membros do CA.</p>
<p>V Conflitos de interesses e transações com partes relacionadas</p> <p>Os negócios da sociedade com acionistas titulares de participação qualificada, ou com entidades descritas nos termos do art. 20.º do Código dos Valores Mobiliários, devem ser realizados em condições normais de mercado. O órgão de fiscalização deve estabelecer os procedimentos e critérios necessários para a definição do nível relevante de significância dos negócios com estes últimos. Os negócios de relevância significativa devem ser sujeitos a um parecer prévio do órgão de fiscalização.</p>	<p>Nota 2.7.) Os membros dos órgãos e comissões societárias devem informar pontualmente sobre os factos que possam constituir ou dar causa a um conflito de interesses, caso exista um conflito de interesses os regulamentos internos não devem permitir a participação desse membro no processo de tomada de decisão.</p>	<p>Nota 3.7.) A OCDE informa que uma das funções do CA deve ser fiscalizar e gerir potenciais conflitos de interesse entre os gestores, os membros do CA e os acionistas, incluindo o uso abusivo dos ativos da sociedade e abuso das transações com as partes relacionadas.</p>	<p>Nota 4.7.) Não aborda a temática de forma aprofundada.</p>
<p>VI Informação</p> <p>Disponibilização da informação no sítio da internet em Português e Inglês de forma a dar a conhecer a situação financeira e económica da empresa conforme artigo 245-A do Código dos valores mobiliários da CMVM. O Regulamento da CMVM n.º 4/2013 descreve as informações a constar na página WEB. Menciona a existência de um gabinete de apoio ao investidor e registo do histórico das interações e resoluções dos contactos dos investidores.</p>	<p>Nota 2.8.) Garantir sigilo sobre a informação até esta ser publicada, registo das pessoas que têm acesso à informação e arquivo da informação relevante em bases de dados relevantes. Não menciona a necessidade de existência de um gabinete de apoio ao investidor.</p>	<p>Nota 3.8) OCDE enumera alguma da informação relevante a publicar. A informação deve ser preparada de acordo com rigorosas normas contabilísticas. A informação deve ser eficaz de forma a permitir a análise pelas mais variadas entidades (Ponto V.). Não é claro quanto à necessidade de existência de um gabinete de apoio ao investidor.</p>	<p>Nota 4.8.) <u>As sociedades devem transmitir em direto as AG's de acionistas.</u> As sociedades devem promover uma política de comunicação e contactos com acionistas e outros investidores, devem identificar na página o responsável de contacto.</p>

Fonte: Adaptado de CMVM (2013), IPCG (2014), OCDE (2004) e CNMV (2015).

2) Código do Governo das Sociedades - IPCG (2014)			
Resumo do Código		Comparação entre os códigos	
I Parte Geral		1) CMVM	3) OCDE
			4) CNMV
I.1. Relação da sociedade com investidores e informação			
Pág. 7	Divulgação atempada e rigorosa da informação ao mercado; Tratamento da informação adequado (arquivo e divulgação).	Nota 1.1.) Menciona a existência de um gabinete de apoio ao investidor e registo do histórico das interações e resoluções dos contactos dos investidores. <u>Divulgação da informação em Português e Inglês na página WEB</u> (Ponto VI.2.).	Ver nota 3.8.
I.2. Diversidade na composição e funcionamento dos órgãos da sociedade			
Pág. 8	<u>A nomeação dos membros de gestão deve ser realizada com base na meritocracia; As empresas devem promover a igualdade de oportunidade das mulheres aptas para a ocupação de cargos de gestão;</u> Deverão existir regulamentos que definam as normas e procedimentos que os membros de gestão deverão realizar no exercício das suas funções (devem ser divulgados e mencionada a existência no relatório de CG). No relatório de CG deverão ser divulgados informações sobre as reuniões anuais dos órgãos de administração. Deve existir mecanismos de deteção e prevenção de irregularidades e uma política de comunicação de irregularidades.	Nota 1.2.) Não menciona a diversidade de género nos membros dos órgãos sociais.	Nota 3.9.) Não menciona a diversidade de género nos membros dos órgãos sociais. Nota 4.9.) <u>As sociedades devem promover a diversidade de género, o código prevê que até 2020, 30% dos membros do Conselho de administradores devam ser mulheres.</u>
I.3. Relação entre órgãos da sociedade			
Págs. 8 e 9	OS órgãos de administração e fiscalização deverão ter acesso a toda a informação para a tomada de decisões, para tal as empresas devem através dos seus estatutos internos criar mecanismos que assegurem o acesso atempado e adequado às informações.	Nota 1.3.) Este ponto também é abordado pela CMVM, mas não diretamente associado a esta rubrica.	Nota 3.10.) Este ponto também é abordado pela OCDE, mas não diretamente associado a esta rubrica. Nota 4.10.) Este ponto também é abordado pela CNMV, mas não diretamente associado a esta rubrica.
I.4. Conflitos de interesses			
Pág. 9	Os membros dos órgãos e das comissões deverão informar pontualmente sobre «factos que possam constituir ou dar causa a um conflito de interesse». Caso se verifique uma situação de conflito o membro envolvido não deverá participar no processo de decisão.	Nota 1.4.) A CMVM aborda para além dos conflitos de interesse <u>as transações com partes relacionadas</u> , recomendando que estas sejam realizadas em condições normais de mercado, que seja definido o nível de significância e que os negócios de relevância significativa devem depender de parecer prévio do órgão de supervisão e de fiscalização.	Ver nota 3.7.) Ver nota 4.7.)
I.5. Relatório de Governo			
Págs. 9 e 10	As sociedades devem publicar com a periodicidade de um ano um Relatório sobre o Governo da Sociedade, onde deverá divulgar o grau de cumprimento das recomendações e explicar os fundamentos para a não adoção de alguma das recomendações.	Nota 1.5.) A CMVM disponibiliza através do Regulamento n.º 4/2013 indicações detalhadas de forma exhaustiva sobre as informações a constar no RACG.	Nota 3.11.) Não aborda este ponto, apenas recomenda que os requisitos legais e regulamentares que afetam as práticas de governo das sociedades devem estar de acordo com o princípio do primado de direito, ser transparentes e susceptíveis de serem aplicados. Nota 4.11.) A CNMV disponibiliza um formulário ³ onde solicita diversas informações entre as quais o cumprimento ou não das recomendações e onde é aplicado o princípio <i>Comply or explain</i> .
II Acionistas e Assembleia Geral (AG)			
Pág. 11	A sociedade deve estimular a participação dos acionistas nas AG's . A remuneração do Presidente da Mesa deve ser alvo de comunicação no RACG. As convocatórias para as AG's e as proposta de deliberação devem ser divulgados no sítio da internet. As informações sobre a sociedade devem estar disponíveis no mínimo pelo prazo de 3 anos.	Nota 1.6.) A CMVM aborda o direito de voto dos acionistas, onde <u>as sociedades não deverão fixar um número elevado de ações necessárias para exercer o direito de voto e não deverão fixar um quórum deliberativo superior ao previsto por lei.</u>	Ver nota 3.1. Ver nota 4.1. e 4.8.
III Administração Executiva			
Pág. 12	Uma das competências da administração executiva é a gestão da sociedade, neste sentido, o órgão de administração deve em regulamento interno definir o funcionamento da administração executiva e determinar as áreas pelas quais cada administrador é responsável. Os administradores executivos devem elaborar atas dando conhecimento ao CA e ao órgão de fiscalização as informações relevantes da sociedade. A prestação de funções de administrador executivo por um dos membros em outra empresa deverá ser previamente analisado pelo CA ou órgão de fiscalização.	Nota 1.7.) No caso de delegação da administração quotidiana da empresa, as competências delegadas deverão ser identificadas no RACG, no entanto, não pode ser delegado as decisões estratégicas, a própria estratégia da empresa e a definição da estrutura do grupo, sendo que compete ao Conselho Geral e de Supervisão (CSG) a obrigatoriedade de se pronunciar sobre estas últimas.	Ver nota 3.2. Ver nota 4.2.

2) Código do Governo das Sociedades - IPCG (2014)			
Resumo do Código		Comparação entre os códigos	
		1) CMVM	3) OCDE
		4) CNMV	
IV Supervisão e fiscalização			
Pág. 13	A coordenação dos membros não executivos deve ficar a cargo de um administrador independente, isto, no caso do presidente do CA exercer funções executivas. O número dos membros não executivos, de fiscalização e das comissões deve ser adequados à dimensão da empresa. O número de membros não executivos deve ainda ser aquele que garanta o cumprimento dos requisitos legislativos de independência.	Nota 1.8.) A CMVM apresenta recomendações que abordam de forma idêntica a supervisão e de fiscalização das sociedades.	Ver nota 3.3.
			Ver nota 4.2. e 4.3.
V Avaliação de desempenho e remunerações			
V.1. Avaliação Anual de Desempenho			
Pág. 15	As sociedades devem avaliar anualmente o desempenho dos órgãos no que concerne ao cumprimento dos objetivos propostos.	Nota 1.9.) A CMVM prevê também a avaliação do desempenho dos administradores.	Nota 3.12.) Os princípios da OCDE abordam de uma forma muito breve a avaliação do desempenho dos administradores.
			Nota 4.12.) As sociedades devem ocorrer pelo menos uma vez por ano e deve ser definido um plano de ação que corrija as deficiências detetadas, o resultado das avaliações deve ser do conhecimento do CA e da CR, de 3 em 3 anos um consultor externo independente, cuja independência deverá ser analisada pela CR.
V.3. Remunerações			
Págs. 15 e 16	As deliberações sobre a política de remunerações (fixa, variável, pensões, por meio de ações/opções e compensações), bem como, os critérios de atribuição de mensuração destas sejam realizadas por uma comissão cujos membros sejam na sua maioria independentes da administração e no início de cada mandato. Anualmente, a comissão de remunerações deverá verificar se essas deliberações estão a ser cumpridas.	Ver nota 2.5.	Ver nota 3.5.
			Ver nota 4.4. e 4.5.
V.3. Remuneração dos Administradores			
Pág. 16	A remuneração dos administradores deve ser composta por uma parte variável definida de acordo com o desempenho da sociedade, sendo que uma parte desta remuneração variável deverá ser diferida no tempo de forma a garantir um desenvolvimento sustentável.	Ver nota 2.5.	Ver nota 3.5.
			Ver nota 4.5.
V.4. Nomeações			
Págs. 17 e 18	Deverá haver uma comissão responsável pelo acompanhamento e apoio às nomeações dos quadros dirigentes, com pelo menos um membro independente.	Nota 1.10.) A CMVM não se pronuncia de forma direta à comissão de nomeações.	Nota 3.13.) A OCDE não se pronuncia de forma direta à comissão de nomeações, apenas menciona que o CA deve selecionar, compensar, fiscalizar e, se necessário, proceder com a substituição dos membros por meio de um processo formal e transparente.
			Ver nota 4.4.
VI Gestão de risco			
Pág. 18	A sociedade deve desenvolver um sistema de gestão de risco identificando os principais riscos que enfrenta, definindo os níveis de risco aceitáveis e elaborar procedimentos que avaliem periodicamente a adequação do sistema. Esta informação deve constar no RCG.	Nota 1.11.) O órgão de fiscalização deve avaliar o funcionamento dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos e propor os ajustamentos que se mostrem necessários. O anexo ao Regulamento n.º 4/2013 é possível verificar as informações que devem constar no RACG sendo que estas vão ao encontro do redigido pelo IPCG.	Nota 3.14.) Quanto à Gestão de Risco a OCDE afirma que o órgão de administração deve apreciar e orientar a política de risco e assegurar a integridade do funcionamento do sistema de controlo de risco.
			Nota 4.13.) Tal como o IPCG a CNMV recomenda a identificação de risco, sendo que a CNMV destaca a identificação dos riscos não incluídos no balanço, como por exemplo, os passivos contingentes.
VII Informação financeira			
VII.1. Informação financeira e Fiscalização			
Pág. 19	O órgão de fiscalização deverá assegurar que o órgão de administração divulga uma informação financeira fidedigna e adequada aos critérios contabilísticos.	Nota 1.12.) A CMVM prevê a divulgação da informação no site, IPCG não é explícito quanto à localização da publicação. A CMVM recomenda que a informação seja divulgada em Português e Inglês, e ainda, prevê a existência de um <u>gabinete de apoio ao investidor</u> .	Ver nota 3.1. e 3.8.
			Ver nota 4.8.
VII.2. Auditoria externa			
Pág. 20	Cabe ao órgão de fiscalização a elaboração de um regulamento que defina a contratação e relação do auditor externo com a sociedade, a realização de um relatório com a avaliação de independência do auditor externo e a emissão da opinião sobre a continuação ou não do auditor no fim do mandato.	Nota 1.13.) A CMVM recomenda a rotação do auditor ao fim de 2 ou 3 mandatos, consoante o mesmo seja de 4 ou 3 anos.	Ver nota 3.6.
			Ver nota 4.6.

Fonte: Adaptado de CMVM (2013), IPCG (2014), OCDE (2004) e CNMV (2015).

3) Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades (2004)				
Resumo do Código		Comparação entre os códigos		
I	Assegurar a base para um enquadramento eficaz do Governo das Sociedades	1) CMVM	2) IPCG	
	<p>A estrutura do Governo das Sociedades deve ser desenvolvido tendo em vista o respetivo impacto sobre o desempenho económico, a integridade do mercado, os incentivos que cria para os intervenientes no mercado e a promoção de mercados transparentes e eficientes; A divisão de responsabilidades pelas diferentes autoridades deve ser articulada e garantir a defesa do interesse público; As diferentes autoridades (de supervisão, reguladoras e que promovam a aplicação da lei) devem dispor de condições que as permitam desempenhar os seus deveres com profissionalismo e objetividade. As decisões destas devem ser atempadas, transparentes e devidamente justificadas.</p> <p>Pág. 17</p>	<p>Tratando-se de códigos específicos para determinado mercado este ponto não é abordado de forma específica pela CMVM, IPCG e pela CNMV.</p>		
	<p>II Os direitos dos acionistas e funções fundamentais do seu exercício</p> <p>Os direitos essenciais dos acionistas incluem: ter métodos seguros de registo de titularidade; transmitir ou transferir ações; obter informações relevantes de forma atempada e regular; participar e votar nas AG's (de ser informado sobre as regras e os procedimentos de votação); eleger e destituir os membros do CA; e, participar nos lucros. Devem ter, ainda, o direito de participar e de serem informados das decisões que originem mudanças profundas na sociedade. Deverão ser divulgadas as formas e estruturação do capital social ou a celebração de acordos que permitam a obtenção de um grau de controlo desproporcional à participação social. As regras e procedimentos aplicáveis à tomada de controlo de uma sociedade no mercado de capitais e as transações de carácter extraordinário devem ser claramente articuladas e divulgadas de forma a que os investidores conheçam os seus direitos e meios legais de os exercer. Deve ser facilitado o exercício dos direitos inerentes à titularidade de ações por todos os acionistas, incluindo investidores institucionais.</p> <p>Págs. 18 e 19</p>	<p>Ver nota 1.6.. Nota 1.14.) A OCDE enumera vários direitos dos acionistas, enquanto a CMVM aborda este ponto com relação ao direito de voto e controlo da sociedade. <u>A CMVM indica que caso exista restrição ao direito de voto esta medida deve ser revista de 5 em 5 anos, no mínimo.</u></p>	<p>Ver nota 2.1.</p>	<p>Ver nota 4.1.</p>
	<p>III O tratamento equitativo dos acionistas</p> <p>Todos os acionistas da mesma categoria devem ter os mesmos direitos: os investidores devem poder obter informações acerca dos direitos inerentes a todas as categorias de ações antes da sua aquisição, as alterações aos direitos de voto devem ser sujeitos à aprovação dos acionistas das categorias prejudicadas. Os acionistas minoritários devem ser protegidos de ações abusivas praticadas pelos acionistas dominantes. As dificuldades de voto transfronteiras devem ser eliminadas. O tratamento dos acionistas nas AG's deve ser equitativo e o voto não deve ser dificultado ou dispendioso. O abuso de informação privilegiada e a celebração abusiva de negócios entre pessoas relacionadas com a sociedade devem ser proibidas. Os membros do órgão de administração e membros executivos devem ser obrigados a divulgar se possuem qualquer interesse relevante em transações ou outras matérias que afetem diretamente a empresa.</p> <p>Pág. 20</p>	<p>Nota 1.15.) A CMVM recomenda o tratamento equitativo dos acionistas, os conflitos de interesse e as transações com as partes relacionadas, no entanto, não aborda de forma direta o conflito de interesses entre os acionistas minoritários e maioritários, bem como, não é referido de forma direta a eliminação da votação transfronteiras.</p>	<p>Nota 2.9.) O IPCG não aborda o tema com o mesmo detalhe que a OCDE, de forma geral, o IPCG recomenda a estimulação para a participação dos acionistas nas AG's e o tratamento equitativo dos acionistas.</p>	<p>Ver nota 4.1. e 4.8.</p>
	<p>IV O papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no Governo das Sociedades</p> <p>Uma vez que os interesses de outros sujeitos com interesses relevantes nas sociedades estejam protegidos por lei, deverão ter a oportunidade de obter reparação efetiva da violação dos seus direitos. Devem ser desenvolvidos mecanismos com o objetivo de reforçar a participação dos trabalhadores. Caso os sujeitos em causa neste ponto participem no governo da sociedade devem ter acesso às informações relevantes e fiáveis de forma atempada e regular. <u>Estes devem poder pronunciar-se sobre práticas ilegais ou contrárias aos princípios de ética ao CA, sem ser alvo de qualquer represália. O governo das sociedades deve prever o exercício efetivo dos direitos dos credores.</u></p> <p>Pág. 21</p>	<p>Nota 1.16.) A CMVM não aborda de forma significativa os outros sujeitos com interesses na sociedade.</p>	<p>Nota 2.10.) A CMVM não aborda de forma significativa os outros sujeitos com interesses na sociedade.</p>	<p>Nota 4.14.) A CNMV dedica um subcapítulo à <u>responsabilidade social corporativa</u>, onde as sociedades devem promover uma política de responsabilidade corporativa em que as sociedades devem definir os princípios e compromissos que a empresa irá assumir em relação aos distintos grupos de interesse. Alguns desses princípios e compromissos devem corresponder às metodologias aceites internacionalmente.</p>
	<p>V Divulgação de informação e transparência</p> <p>As sociedades devem assegurar a divulgação atempada e objetiva da informação financeira e económica. Alguma da informação relevante a divulgar sobre a sociedade: resultados financeiros e operacionais; objetivos; participações sociais relevantes e direitos de voto; remuneração dos membros do CA e dos principais gestores e outras informações sobre o CA (qualificações, processo de seleção, outros cargos ocupados e independência); transações com partes relacionadas; fatores de risco previsíveis; questões importantes para os trabalhadores e outros com interesses relevantes; bem como as estruturas e políticas de governo. As informações preparadas e divulgadas devem seguir os mais elevados padrões de qualidade. Anualmente deve ser realizada uma auditoria por um auditor independente com o objetivo de certificar que as contas refletem de forma fidedigna a situação da empresa. O acesso à informação deve ser equitativo, atempado e eficiente.</p> <p>Págs. 22 e 23</p>	<p>Ver nota 1.12. Nota 1.17.) A CMVM não detalha os relatórios a serem divulgados, mas remete para o disposto no 245-A do Código dos valores mobiliários da CMVM.</p>	<p>Ver nota 2.8. Nota 2.11.) O IPCG não detalha os relatórios a serem divulgados, no entanto, indica que os mesmos devem ser divulgados de forma atempada, rigorosa e adequada.</p>	<p>Ver nota 4.8.) Nota 4.15. As sociedades devem divulgar a informação com antecedência suficiente que permita aos acionistas a análise da informação antes da realização das AG's, ainda que a sua divulgação não seja obrigatória (por exemplo: informação sobre a independência do auditor, o funcionamento das comissões de auditoria, nomeações e retribuições, comissão de auditoria sobre operações vinculadas e informação sobre a responsabilidade corporativa). Para além disto, as limitações e ressalvas da CLC devem ser explicadas com clareza aos acionistas.</p>

3) Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades (2004)			
Resumo do Código		Comparação entre os códigos	
VI	As responsabilidades do órgão de administração	1) CMVM	2) IPCG
	<p>Os membros do órgão de administração devem agir de boa fé, com diligência, cuidado e no melhor interesse da empresa e dos seus acionistas; devem tratar todos os acionistas de forma equitativa quando as suas decisões possam afetar os diferentes grupos de acionistas de forma distinta; devem aplicar os mais elevados padrões de ética; e, ter em consideração os interesses de outros sujeitos com interesses relevantes. O órgão de administração deve ser capaz de exercer um juízo objetivo e independente sobre os negócios da sociedade (por ex.: garantir a integridade dos relatórios financeiros e não financeiros, analisar os negócios com partes relacionadas, nomeação de membros do órgão de administração e dos principais executivos e remuneração destes últimos; definir e divulgar o mandato, a composição e os processos de trabalho das comissões). Para desempenho das suas funções fundamentais (definidas nas páginas 24 e 25), o órgão de administração deve ter acesso a informações rigorosas, relevantes e oportunas.</p> <p>Págs. 24 e 25</p>	Ver nota 1.6. e 1.7.	Ver nota 2.2. e 2.3.
			4) CNMV
			Ver nota 4.2. e 4.3.

Fonte: Adaptado de CMVM (2013), IPCG (2014), OCDE (2004) e CNMV (2015).

4) Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas - CNMV (2015)			
Resumo do Código		Comparação entre os códigos	
III.1 Aspetos gerais		1) CMVM	2) IPCG
		3) OCDE	
Pág. 17	<p>III.1.1 Limitações estatutárias</p> <p>Os estatutos das sociedades não devem limitar o número máximo de votos que um acionista pode exercer, nem devem contemplar outras restrições que dificultem a tomada de controlo da sociedade mediante a aquisição de ações no mercado.</p>	Ver nota 1.6. Nota 1.18.) A CMVM apresenta o código mais detalhado sobre este ponto. O princípio 1 da CNMV menciona que a finalidade essencial das limitações estatutárias deverá ser a de dificultar as ofertas públicas de aquisição.	Ver nota 2.1.
Pág. 18	<p>III.1.2 Cotação das sociedades integradas em grupos</p> <p>Se uma empresa-mãe e uma filial estiverem cotadas, ambas devem divulgar e definir com precisão: as respectivas áreas de atividade e eventuais relações de negócios entre elas, bem como as existentes entre a subsidiária cotada com as outras empresas do grupo; e, os mecanismos de resolução dos possíveis conflitos de interesse que possam surgir.</p>	Ponto abordado unicamente pela CNMV.	
Pág. 19	<p>III.1.3 Informação sobre as recomendações do Governo da Sociedade adotado</p> <p>Durante a AG e como complemento à divulgação por escrito do relatório anual do governo das sociedades, o presidente do CA deverá comunicar os aspectos mais relevantes sobre o governo da sociedade, em particular: as alterações ocorridas desde a última AG e explicar o motivo pelo qual não adotam alguma das recomendações do Código do governo da sociedade, se existirem, as regras alternativas aplicadas.</p>	Ver nota 1.5. Nota 1.19. A CMVM não menciona diretamente a comunicação dos aspetos mais relevantes sobre o CG nas AG's, informa que o RACG deve ser divulgado no relatório de gestão anual e deve ser submetido às AG's, isto segundo consta no Regulamento n.º4/2013.	Nota 2.12.) Tal como a CMVM não menciona a comunicação verbal nas AG's dos aspectos mais relevantes do CG, o IPCG não disponibiliza um instrumento claro e objetivo sobre as informações a constar o RCG.
Pág. 20	<p>III.1.4 Reuniões e contactos com os acionistas, investidores institucionais e assessores de voto</p> <p>A sociedade deve definir e promover uma política de comunicação e contactos com os acionistas, investidores institucionais e assessores de voto de acordo com as normas contra o abuso de mercado e de tratamento equitativo do acionistas que se encontrem na mesma posição.</p>	Ver nota 1.15.	Ver nota 2.1. e 2.9.
Pág. 20	<p>III.1.5 Exercício do poder delegado na emissão de ações ou títulos convertíveis excluindo direitos de subscrição preferencial</p> <p>O Conselho de administração não deve ter a faculdade de emissão de ações ou títulos convertíveis (com exclusão do direito de subscrição preferencial) de um montante superior a 20% do capital no momento da delegação geral relativamente à AG. Quando o Conselho de Administração aprovar qualquer emissão de ações ou valores mobiliários convertíveis com exclusão do direito de subscrição preferencial, a sociedade deve publicar imediatamente no seu site os relatórios sobre esta exclusão conforme referenciado na legislação.</p>	Este ponto é abordado de forma tão clara e específica somente pela CNMV.	
III.2 Assembleia Geral de acionistas			
Pág. 22	<p>III.2.1 Transparência da informação e voto informado</p> <p>As sociedades cotadas que elaborem relatórios sobre: a independência do auditor, o funcionamento das comissões de auditoria e de nomeações e remunerações, a comissão de auditoria sobre as operações vinculadas e a política de responsabilidade social devem publicá-los na sua página da internet com antecedência suficiente à data da AG ordinária, mesmo que a sua publicação não seja obrigatória. <u>As sociedades devem transmitir em direto no seu site as reuniões da AG.</u> A comissão de auditoria deve garantir que o CA apresente as contas à AG sem limitações e sem ressalvas, caso ocorram, o presidente da comissão de auditoria e os auditores devem explicar devidamente aos acionistas o porquê e consequências das mesmas.</p>	Nota 1.20. O código da CMVM não menciona de forma direta a divulgação dos relatórios descritos pela CNMV com antecedência suficiente à data da AG. A transmissão em direto da AG não é mencionada pela CMVM nem a apresentação de limitações ou ressalvas na CLC.	Nota 2.13. O código do IPCG não menciona de forma direta a divulgação dos relatórios descritos pela CNMV com antecedência suficiente à data da AG. A transmissão em direto da AG não é mencionada pelo IPCG nem a apresentação de limitações ou ressalvas na CLC.
Pág. 23	<p>III.2.2 Presença e participação na Assembleia Geral de acionistas</p> <p>A sociedade deve publicar no seu site, permanentemente, os requisitos e procedimentos aceites para provar a titularidade de ações, o direito de presença na AG e o exercício/delegação do direito de voto. Esses requisitos e procedimentos devem incentivar a presença e o exercício dos direitos dos acionistas, estes devem poder aplicá-los sem sofrer qualquer forma de discriminação. Os acionistas devem poder acrescentar novos pontos de discussão e novas propostas na AG, sendo estas sujeitas ao mesmo tratamento que os restantes pontos de discussão definidos pelos administradores.</p>	Ver nota 1.14.	Nota 2.14. O IPCG recomenda que devem ser divulgados no sítio da sociedade na internet a convocatória, as propostas de deliberação antecipadamente apresentadas e respetiva justificação, bem como uma explicação clara sobre as regras e procedimentos da reunião.
Pág. 24	<p>III.2.3 Política sobre o pagamento de senhas de presença aos acionistas</p> <p>No caso da sociedade prever o pagamento de senhas de presença, deve ser definido com antecedência uma política geral e estável sobre tal pagamento.</p>	Ponto abordado unicamente pela CNMV.	

4) Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas - CNMV (2015)				
Resumo do Código		Comparação entre os códigos		
III.3 Conselho de Administração		1) CMVM	2) IPCG	3) OCDE
Págs. 24 e 25	<p>III.3.1 Responsabilidades do Conselho de Administração</p> <p>O CA deve desempenhar as suas funções com independência, deve tratar todos os acionistas da mesma posição de modo equitativo e deve agir em prol dos interesses da sociedade, isto, de forma a criar um negócio rentável e sustentável a longo prazo que promova a continuidade e a maximização do valor económico da empresa. O CA deve ter um comportamento ético e baseado na boa fé.</p>		Unânime entre os códigos.	
Págs. 25 e 26	<p>III.3.2 Estrutura e composição do Conselho de Administração</p> <p>III.3.2.1 Tamanho, diversidade e política de seleção dos administradores</p> <p>O Conselho de administração deve possuir uma dimensão adequada de forma a ter um funcionamento eficaz e participativo, é aconselhável que a sua composição tenha entre cinco e quinze membros. O CA deve aprovar uma política de seleção de administradores que seja concreta, verificável e adequadas às necessidades, bem como, deve procurar a diversidade de conhecimentos, de experiências e de género (em 2020, o número de conselheiras deverá representar 30% do total de membros do CA). Deverá ser feita uma análise anual sobre o cumprimento destas normas e mencionado o seu cumprimento no RACG.</p>	Nota 1.21.) A CMVM não possui qualquer menção a diversidade de género na composição dos órgãos sociais.	Nota 2.15.) O IPCG menciona que quando seja inexistente a presença de mulheres nos órgãos de governo de sociedade, a comissão de nomeações deve considerar as candidatas que possam se adequar às funções a desempenhar.	Nota 3.16.) A OCDE não possui qualquer menção a diversidade de género na composição dos órgãos sociais.
Págs. 27 e 28	<p>III.3.2.2 Composição do Conselho de Administração</p> <p>O número de "consejeros dominicales"²ⁿ e independentes devem constituir uma ampla maioria do CA e o número de administradores executivos o mínimo possível, isto, tendo em conta a complexidade do grupo societário e percentagem de participação dos administradores executivos no capital da sociedade. A percentagem dos "consejeros dominicales" sobre o total dos administradores não executivos não deverá ser maior que a relação do capital da sociedade representado por esses "consejeros" e o resto do capital. O número de administradores independentes deve representar pelo menos 50% do total dos administradores ou 1/3 quando não tenha uma capitalização elevada. As sociedades deverão ter na sua página os dados atualizados dos administradores (perfil profissional e biográfico, presença em outros CA, cargo ou indicação do acionista que representam, datas de nomeação e reeleição, bem como, número de ações e opções detidas da empresa).</p>	Nota 1.22.) O número de administradores não executivos independentes deve ser definido tendo em conta o modelo adotado, a dimensão da sociedade, a estrutura acionista e o free float. A coordenação dos membros não executivos deve ficar a cargo de um administrador independente, isto no caso do presidente do CA exercer funções executivas. Enquanto a CNMV recomenda a divulgação permanente da informação sobre os administradores, a CMVM apenas menciona a divulgação das informações dos administradores no RACG. A CNMV é muito mais específica e mais extensa.	Nota 2.16.) O número de membros não executivos deve ainda ser aquele que garanta o cumprimento dos requisitos legislativos de independência, calculado em função da respetiva dimensão e da dispersão de acionistas, tal como a CMVM, o IPCG define alguns dos critérios que deverão ser analisados de forma a verificar o grau de independência. O IPCG apenas menciona a divulgação das informações dos administradores no RACG	Ver nota 3.5. Nota 3.17.) A OCDE recomenda a sua divulgação das informações dos administradores mas não específica com que periodicidade.
Págs. 29 e 30	<p>III.3.2.3 Divisão e demissão dos administradores</p> <p>Os "consejeros dominicales" devem apresentar a sua demissão quando o acionista que representa alienar ou reduzir (caso se justifique) a sua participação. O CA não deve propor a um administrador não executivo novas funções, sem que este tenha terminado o seu mandato, salvo se ocorra justa causa e a decisão tenha sido comunicada à comissão de nomeações. As sociedades devem estabelecer normas que obriguem os administradores a informar situações que coloquem em causa a reputação da empresa, como exemplo, processos judiciais, sendo que o CA deve decidir com a maior brevidade possível a continuidade do membro. Os administradores, nomeadamente os independentes, devem opor-se a uma proposta de decisão que contrarie o interesse social e prejudique os acionistas que não se encontram representados no CA. Quando um administrador apresentar a sua demissão deve justificá-la e esta informação deve ser publicada no RACG.</p>		Este ponto é abordado de forma tão clara e específica somente pela CNMV.	
Pág. 31	<p>III.3.3 Funcionamento do Conselho de Administração</p> <p>III.3.3.1 Dedicção dos administradores</p> <p>A comissão de nomeações deverá assegurar que os administradores não executivos têm disponibilidade para desempenhar as suas funções e devem determinar o número máximo de nomeações que um membro pode ter na função de administrador.</p>		Este ponto é abordado de forma tão clara e específica somente pela CNMV.	
Pág. 32	<p>III.3.3.2 Freqüências das reuniões e presença dos administradores</p> <p>O CA deverá reunir-se o número de vezes necessária para desempenhar as suas funções de forma eficaz, pelo menos 8 vezes por ano. Os membros do CA devem evitar as ausências nas reuniões e quando tal aconteça devem deixar instruções a um representante. Quando um membro não concorde com determinada proposta está posição deverá constar em ata, caso seja pedido pelo oponente.</p>		Este ponto é abordado de forma tão clara e específica somente pela CNMV.	

4) Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas - CNMV (2015)				
Resumo do Código		Comparação entre os códigos		
		1) CMVM	2) IPCG	3) OCDE
Págs. 33 e 34	<p>III.3.3.3 Informação e assessoria aos administradores</p> <p>A sociedade deverá indicar canais externos que possam, em caso de necessidade, aconselhar os membros do CA. Esta deverá oferecer aos seus membros do CA uma atualização de conhecimentos, sempre que se justifique. Os membros do CA deverão ter conhecimento dos pontos a serem discutidos nas reuniões, das alterações na estrutura acionista, da opinião dos acionistas majoritários e dos investidores, bem como, a avaliação efetuada pelas agências de <i>rating</i>.</p>	Este ponto é abordado de forma tão clara e específica somente pela CNMV.		
Pág. 35	<p>III.3.3.4 O presidente do Conselho</p> <p>O presidente do CA deve exercer, como responsável pelo funcionamento eficaz do CA, as funções legais e as definidas nos estatutos da sociedade, deve preparar e submeter ao CA o programa dos assuntos a debater, organizar e coordenar a avaliação periódica do CA. Caso exista um administrador coordenador, os estatutos ou o regulamento do CA devem definir as suas funções (para além das legalmente exigidas).</p>	<p>Nota 1.23.) A CMVM menciona que caso o presidente do órgão de administração exerça funções executivas, deverá ser indicado um membro independente que assegure a coordenação dos trabalhos dos demais membros não executivos e as condições para que estes possam decidir de forma independente e informada.</p>	<p>Nota 2.17.) Se o presidente do órgão de administração exercer funções executivas, a coordenação dos trabalhos do exercício das funções dos membros não executivos e as condições deve ficar a cargo de administrador independente ou ser garantida através de mecanismos equivalentes.</p>	Ver nota 3.18.) Não destaca a função do presidente do Conselho de Administração, define as algumas das funções essenciais do CA (ver nota 3.2.).
Pág. 35	<p>III.3.3.5 O secretário do conselho</p> <p>O secretário do CA deve ter em consideração as recomendações sobre o Governo da Sociedade em todas as suas ações e decisões.</p>	Esta função não é diretamente tratada pelos outros códigos.		
Pág. 36	<p>III.3.3.6 Avaliação periódica do Conselho</p> <p>O CA deve avaliar uma vez por ano e adotar um plano de ação que corrija as deficiências detetadas, por exemplo, no funcionamento do CA e das suas comissões, na diversidade na composição e competências do CA, no desempenho do presidente do CA e no desempenho de cada administrador. <u>A cada três anos o CA deverá ter o auxílio de uma entidade externa que proceda à avaliação, a independência desta entidade tem de ser assegurada.</u> As relações de negócios entre o grupo devem ser alvo de divulgação no RACG, bem como, o resultado das avaliações realizadas.</p>	<p>Nota 1.24.) A CMVM prevê a avaliação dos órgãos sociais e das comissões existentes, bem como, recomenda a reflexão sobre melhorias a adotar. Não a existência de uma entidade externa que possa auxiliar estas avaliações.</p>	<p>Nota 2.18.) As sociedades devem proceder com uma avaliação anual dos órgãos de administração e das comissões existentes que devem abranger o funcionamento interno, a contribuição de cada membro e o modo de relacionamento entre os órgãos e comissões da sociedade.</p>	Ver nota 3.12.
Pág. 37	<p>III.3.4 A organização do Conselho de Administração</p> <p>III.3.4.1 A comissão executiva</p> <p>Quando existir uma Comissão Executiva (CE), a estrutura de participação das diferentes categorias de administradores deve ser similar à do CA. O Secretário deve ser o mesmo que o do CA. O CA teve ter sempre conhecimento dos assuntos tratados e das decisões levadas a cabo pela CE, os membros do CA deverão receber atas das reuniões da CE.</p>	Ver nota 1.7.	Ver nota 2.2.	Ver nota 3.2.
Págs. 38 e 39	<p>III.3.4.2 A comissão de auditoria</p> <p>A nomeação dos membros da Comissão de Auditoria deve ter em conta, em especialmente o presidente, conhecimentos sólidos e experiência em auditoria ou gestão de riscos e em contabilidade. A maioria dos seus membros devem ser independentes. Deverá ser constituída a função de auditoria interna, com a supervisão da Comissão de Auditoria, esta deve assegurar o bom funcionamento dos sistemas informáticos, de controlo interno e deverá submeter à Comissão de Auditoria um relatório anual. A comissão de auditoria deve ser informada de alterações significativas na estrutura da sociedade.</p>	<p>Nota 1.25.) De acordo com o modelo aplicável, o presidente do Conselho Fiscal (CF), da Comissão de Auditoria ou da Comissão de Matérias Financeiras deve ser independente e possuir competências adequadas ao exercício das funções. O órgão de fiscalização deverá propor os honorários do auditor externo, avaliar o desempenho deste, deliberando sobre a sua continuidade. A Comissão de Auditoria, o CGS e o CF devem acompanhar os trabalhos da auditoria interna e de Compliance.</p>	Ver nota 2.3.	Ver nota 3.3.
Págs. 40 e 41	<p>III.3.4.3 A função de controlo e gestão de riscos</p> <p>A política de controlo e de gestão de riscos deverá identificar os mais variados riscos que a sociedade enfrenta e possa provocar (ex.: ambientais), de forma a mitigar os mesmo, deverá haver um departamento interno que assegure o bom funcionamento dos sistemas de controlo interno e gestão de riscos.</p>	<p>Nota 1.26.) O presidente do Conselho Fiscal (CF), da Comissão de Auditoria ou da Comissão de Matérias Financeiras deve avaliar a eficácia dos sistema de controlo interno e de gestão de riscos propondo as melhorias que considerar necessárias. E ver nota 1.11.</p>	<p>Nota 2.19.) A sociedade deve desenvolver um sistema de gestão de risco identificando os principais riscos que enfrenta, definindo os níveis de risco aceitáveis e elaborar procedimentos que avaliem periodicamente a adequação do sistema. Esta informação deve constar no RCG. E ver nota 2.7.</p>	Ver nota 3.7. e 3.14.

4) Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas - CNMV (2015)			
Resumo do Código	Comparação entre os códigos		
	1) CMVM	2) IPCG	3) OCDE
<p>III.3.4.4 A comissão de nomeações e remunerações</p> <p>Os membros de ambas as comissões devem possuir conhecimentos, aptidões e experiência adequados à função. As sociedades que tenham uma capitalização elevada deverão ter as duas comissões, separadamente. A comissão nomeações deverá avaliar a idoneidade dos candidatos ao cargo de administrador. Ambas devem exercer as suas funções com independência.</p> <p>Págs. 42 e 43</p>	<p>Ver nota 1.10. Nota 1.27.) Todos os membros da CR ou equivalente devem ser independentes e incluir pelo menos um membro com conhecimento e experiência na área. Não deverá ser contratada para apoiar a CR nenhuma pessoa (singular e coletiva) que tenha prestado ou preste no intervalo de 3 anos serviços à sociedade (inclusive órgãos de administração) e entidades relacionadas.</p>	<p>Ver nota 2.4.</p>	<p>Ver nota 3.4. e 3.13.</p>
<p>III.3.4.5 Outras comissões especializadas do Conselho</p> <p>As regras de composição e funcionamento das comissões de supervisão e controlo devem constar no regulamento do CA e devem ser consistentes com as aplicáveis às comissões legalmente obrigatórias e de acordo com as recomendações anteriores. A supervisão do cumprimento das regras do CG dos códigos de conduta internos e da política de responsabilidade social da sociedade deve ser atribuída uma ou várias das comissões da sociedade.</p> <p>Pág. 44</p>	<p>De forma geral todos os códigos abordam este ponto, mas não dedicam uma recomendação isolada para esta matéria.</p>		
<p>III.3.5 Responsabilidade social da sociedade</p> <p>A política de responsabilidade social da empresa deve incluir os princípios ou compromissos que a empresa adote voluntariamente na sua relação com os distintos grupos de interesse. A sociedade deverá informar num documento próprio ou no relatório de gestão os assuntos relacionados com a responsabilidade social, devendo adoptar uma das metodologias internacionalmente aceites.</p> <p>Págs. 45 e 46</p>	<p>Ponto abordado unicamente pela CNMV.</p>		
<p>III.3.6 Remunerações dos administradores</p> <p><u>A remuneração dos administradores deve ser a necessária para atrair e reter os membros de perfil desejado, de forma a retribuir a dedicação, qualificação e responsabilidade exigida pelo cargo, mas não excessivamente elevada ao ponto de comprometer a independência de julgamento dos administradores não executivos.</u> As remunerações variáveis, por intermédio de ações e opções ou outros benefícios devem cingir-se aos administradores executivos. Relativamente às remunerações variáveis, as políticas da sociedade deve definir os limites e as cautelas necessárias para assegurar que as mesmas estão relacionadas com o desempenho profissional dos seus beneficiários, medido através de pontos mensuráveis. Uma parte relevante da remuneração variável deve ser diferida no tempo de forma haver tempo suficiente para comprovar o bom desempenho do administrador. <u>As remunerações que dependam do resultado da sociedade deverá ser analisada tendo em conta eventuais ressalvas na Certificação Legal de Contas.</u> Uma parte da remuneração variável deverá ser realizada com a entrega de ações ou outros instrumentos financeiros, não podendo o membro alienar o número de ações equivalente a duas vezes a sua remuneração anual e não possam exercer as opções ou direito num período de 3 anos após a sua atribuição. <u>Os acordos contratuais devem incluir uma cláusula que preveja o reembolso das remunerações variáveis em determinadas situações. Por fim, os valores pagos pela resolução do contrato não devem superar o equivalente de 2 anos de retribuição total anual.</u></p> <p>Pág. 47 à 49</p>	<p>Nota 1.28) A CMVM recomenda que a remuneração dos órgão de fiscalização e administradores não executivos não inclua nenhuma componente variável e que os membros do CA não devem celebrar contratos com outras entidades que tenham por efeito mitigar o risco inerente à variabilidade das remunerações, aborda ainda a restrição à alienação de ações adquiridas com base na remuneração variável, bem como, aborda o diferimento do período de exercício das opções por um período não inferior a três anos. Deve ser submetida à aprovação da AG a proposta relativa à aprovação de planos de atribuição de ações, e/ou opções de aquisição de ações ou com base nas variações do preço das ações a membros dos órgãos sociais. Bem como a aprovação de qualquer sistema de sistemas de benefício de reformas. A CMVM não menciona a relação entre a remuneração dos administradores com as limitações e ressalvas que possam existir na CLC, o reembolso das remunerações variáveis e não delimita o valor a ser pago em caso de resolução do contrato.</p>	<p>Nota 2.20.) Comparativamente à CNMV, a abordagem do IPCG é menos ampla, por exemplo, o IPCG não aborda a restrição de alienação de ações adquiridas com base na remuneração variável, a relação entre a remuneração dos administradores com as limitações e ressalvas que possam existir na CLC, o reembolso das remunerações variáveis e não delimita o valor a ser pago em caso de resolução do contrato. O IPCG recomenda que a remuneração dos administradores deve ser composta por uma parte variável definida de acordo com o desempenho da sociedade, sendo que uma parte desta remuneração variável deverá ser diferida no tempo de forma a garantir um desenvolvimento sustentável.</p>	<p>Ver nota 3.4. e 3.5.</p>

Nota: Os pontos acima seguem a mesma numeração que no *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas* com o intuito de facilitar a sua localização no documento.

Fonte: Adaptado de CMVM (2013), IPCG (2014), OCDE (2004) e CNMV (2015).

Apêndice III – Correspondência das recomendações da CMVM

1) Código de Governo das Sociedades da CMVM (2013)				
Recomendações		Correspondência		
I	Votação e controlo da sociedade	2) IPCG	3) OCDE	4) CNMV
	«As sociedades devem incentivar os seus acionistas a participar e a votar nas assembleias gerais...»	Princípio II.B	Princípio Parte II	Princípio 7
I.1.	«...designadamente não fixando um número excessivamente elevado de ações necessárias para ter direito a um voto...»	Sem correspondência, não aborda a questão.	Sem correspondência, menciona o facto das sociedades não deverem dificultar o direito de voto, mas não menciona de forma tão específica este ponto.	Sem correspondência, alerta para uma atitude não discriminatória, mas não menciona de forma tão específica este ponto.
	«...e implementando os meios indispensáveis ao exercício do direito de voto por correspondência e por via eletrónica.»	Sem correspondência, não aborda a questão.	Princípio III.A.4. e III.A.5.	Recomendação 10. b)
I.2.	«As sociedades não devem adotar mecanismos que dificultem a tomada de deliberações pelos seus acionistas, <u>designadamente fixando um quórum deliberativo superior ao previsto por lei.</u> »	Sem correspondência, não menciona a questão do ponto de vista do quórum deliberativo.	Sem correspondência, não menciona a questão do ponto de vista do quórum deliberativo.	Sem correspondência, não menciona a questão do ponto de vista do quórum deliberativo.
I.3.	«As sociedades não devem estabelecer mecanismos que tenham por efeito provocar o desfasamento entre o direito ao recebimento de dividendos ou à subscrição de novos valores mobiliários e o direito de voto de cada ação ordinária, salvo se devidamente fundamentados em função dos interesses de longo prazo dos acionistas.»	Sem correspondência.	Sem correspondência. Contudo menciona que todos os investidores devem ser informados sobre os direitos de cada categoria de ação antes da sua aquisição.	Sem correspondência.
I.4.	«Os estatutos das sociedades que prevejam a limitação do número de votos que podem ser detidos ou exercidos por um único acionista, de forma individual ou em concertação com outros acionistas, devem prever igualmente que, pelo menos de cinco em cinco anos, será sujeita a deliberação pela assembleia geral a alteração ou a manutenção dessa disposição estatutária – sem requisitos de quórum agravado relativamente ao legal – e que, nessa deliberação, se contam todos os votos emitidos sem que aquela limitação funcione.»	Sem correspondência.	Sem correspondência.	Sem correspondência. Recomenda a não limitação do número máximo de votos que pode emitir um único acionista no âmbito das limitações estatutárias sobre as ofertas públicas de aquisição.
I.5.	«Não devem ser adotadas medidas que tenham por efeito exigir pagamentos ou a assunção de encargos pela sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração e que se afigurem suscetíveis de prejudicar a livre transmissibilidade das ações e a livre apreciação pelos acionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração.»	Sem correspondência.	Princípio II. E.	Princípio 1. e Recomendação 1.
II Supervisão, administração e fiscalização				
II.1. Supervisão e administração				
II.1.1.	«Dentro dos limites estabelecidos por lei, e salvo por força da reduzida dimensão da sociedade, o conselho de administração deve delegar a administração quotidiana da sociedade, devendo as competências delegadas ser identificadas no relatório anual sobre o Governo da Sociedade.»	Princípio III.A.	Sem correspondência.	Sem correspondência.
II.1.2.	«O Conselho de Administração deve assegurar que a sociedade atua de forma consentânea com os seus objetivos, não devendo delegar a sua competência, designadamente, no que respeita a: i) definir a estratégia e as políticas gerais da sociedade; ii) definir a estrutura empresarial do grupo; iii) decisões que devam ser consideradas estratégicas devido ao seu montante, risco ou às suas características especiais.»	Sem correspondência.	Princípio VI. D.	Sem correspondência.
II.1.3.	«O Conselho Geral e de Supervisão, além do exercício das competências de fiscalização que lhes estão cometidas, deve assumir plenas responsabilidades ao nível do governo da sociedade, pelo que, através de previsão estatutária ou mediante via equivalente, deve ser consagrada a obrigatoriedade de este órgão se pronunciar sobre a estratégia e as principais políticas da sociedade, a definição da estrutura empresarial do grupo e as decisões que devam ser consideradas estratégicas devido ao seu montante ou risco. Este órgão deverá ainda avaliar o cumprimento do plano estratégico e a execução das principais políticas da sociedade.»	Sem correspondência. Não aborda em específico este Conselho.	Sem correspondência. Não aborda em específico este Conselho.	Sem correspondência. Não aborda em específico este Conselho.
II.1.4.	«Salvo por força da reduzida dimensão da sociedade, o Conselho de Administração e o Conselho Geral e de Supervisão, consoante o modelo adotado, devem criar as comissões que se mostrem necessárias para: a) Assegurar uma competente e independente avaliação do desempenho dos administradores executivos e do seu próprio desempenho global, bem assim como das diversas comissões existentes;...»	Princípio V.1., Recomendações V.1.1. e Recomendação V.1.2.	Princípio VI. D.1. e Princípio VI.D.2., no entanto, não menciona a avaliação do desempenho das comissões.	Recomendação 36.
	«...b) Refletir sobre sistema estrutura e as práticas de governo adotado, verificar a sua eficácia e propor aos órgãos competentes as medidas a executar tendo em vista a sua melhoria.»	Sem correspondência.	Princípio VI. D.2.	Recomendação 3.
II.1.5.	O Conselho de Administração ou o Conselho Geral e de Supervisão, consoante o modelo aplicável, devem fixar objetivos em matéria de assunção de riscos e criar sistemas para o seu controlo, com vista a garantir que os riscos efetivamente incorridos são consistentes com aqueles objetivos.	Princípio VI e Recomendações VI.1. à VI.3.	Princípio VI. D.1. e Princípio VI.D.7. (com adição à informação na Notas do documento da OCDE, p. 55).	Recomendação 45.
II.1.6.	«O Conselho de Administração deve incluir um número de membros não executivos que garanta efetiva capacidade de acompanhamento, supervisão e avaliação da atividade dos restantes membros do órgão de administração.»	Princípio IV.A e Recomendação IV.2.	Princípio VI. E.1.	Sem correspondência.
II.1.7.	«Entre os administradores não executivos deve contar-se uma proporção adequada de independentes, tendo em conta o modelo de governação adotado, a dimensão da sociedade e a sua estrutura acionista e o respetivo free float...»	Princípio IV.3.	Princípio VI. E.1. (no entanto, não estabelece uma regra clara sobre os critérios de independência).	Princípio 11 e Recomendação 17 (os critérios de independência são os definidos pelo «artículo 529 duodécies de la Ley de sociedades de Capital» (CNMV:
II.1.8.	«Os administradores que exerçam funções executivas, quando solicitados por outros membros dos órgãos sociais, devem prestar, em tempo útil e de forma adequada ao pedido, as informações por aqueles requeridas.»	Recomendações I.3.1. e Recomendação I.3.2.	Princípio VI. F.	Princípio 19 e Recomendação 38.

1) Código de Governo das Sociedades da CMVM (2013)				
Recomendações		Correspondência		
II.1.9.	«O presidente do órgão de administração executivo ou da comissão executiva deve remeter, conforme aplicável, ao Presidente do Conselho de Administração, ao Presidente do Conselho Fiscal, ao Presidente da Comissão de Auditoria, ao Presidente do Conselho Geral e de Supervisão e ao Presidente da Comissão para as Matérias Financeiras, as convocatórias e as atas das respetivas reuniões.»	Recomendação III.3.	Sem correspondência.	Recomendação 38.
II.1.10.	«Caso o presidente do órgão de administração exerça funções executivas, este órgão deverá indicar, de entre os seus membros, um administrador independente que assegure a coordenação dos trabalhos dos demais membros não executivos e as condições para que estes possam decidir de forma independente e informada ou encontrar outro mecanismo equivalente que assegure aquela coordenação.»	Recomendação IV.1.	Princípio VI. E.1. (com adição à informação na Notas do documento da OCDE, p. 67).	Princípio 16 e Recomendação 34.
II.2. Fiscalização				
II.2.1.	«Consoante o modelo aplicável, o presidente do Conselho Fiscal, da Comissão de Auditoria ou da Comissão para as Matérias Financeiras deve ser independente, de acordo com o critério legal aplicável, e possuir as competências adequadas ao exercício das respetivas funções.»	Não aborda de forma específica a independência do presidente do CF, da Comissão de Auditoria ou da Comissão para as Matérias Financeiras, sendo que estas últimas não sequer mencionadas.	Não aborda de forma específica a independência do presidente do CF, da Comissão de Auditoria ou da Comissão para as Matérias Financeiras.	Recomendação 52 alíneas b) e c).
II.2.2.	«O órgão de fiscalização deve ser o interlocutor principal do auditor externo e o primeiro destinatário dos respetivos relatórios, competindo-lhe, designadamente, propor a respetiva remuneração e zelar para que sejam asseguradas, dentro da empresa, as condições adequadas à prestação dos serviços.»	Sem correspondência.	Sem correspondência.	Competências da Comissão de Auditoria: nomeação, reeleição, e substituição do auditor externo.
II.2.3.	«O órgão de fiscalização deve avaliar anualmente o auditor externo e propor ao órgão competente a sua destituição ou a resolução do contrato de prestação dos seus serviços sempre que se verifique justa causa para o efeito.»	Princípio VII.2. e Recomendações VII.2.2. e VII.2.3.	Sem correspondência.	Sem correspondência.
II.2.4.	«O órgão de fiscalização deve avaliar o funcionamento dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos e propor os ajustamentos que se mostrem necessários.»	Recomendações VI.2. v) e VI.3.	Princípio VI. D.7. (Competência do órgão de administração).	Recomendação 46. (Competência da Comissão de Auditoria).
II.2.5.	A Comissão de Auditoria, o Conselho Geral e de Supervisão e o Conselho Fiscal devem pronunciar-se sobre os planos de trabalho e os recursos afetos aos serviços de auditoria interna e aos serviços que velem pelo cumprimento das normas aplicadas à sociedade (serviços de compliance), e devem ser destinatários dos relatórios realizados por estes serviços pelo menos quando estejam em causa matérias relacionadas com a prestação de contas a identificação ou a resolução de conflitos de interesses e a deteção de potenciais ilegalidades.	Recomendação VII.1.2.	Sem correspondência.	Recomendação 41. e Recomendação 42.1. alínea b) (Competência da Comissão de Auditoria).
II.3. Fixação de remunerações				
II.3.1.	«Todos os membros da Comissão de Remunerações ou equivalente devem ser independentes relativamente aos membros executivos do órgão de administração e incluir pelo menos um membro com conhecimentos e experiência em matérias de política de remuneração.»	Recomendação V.2.1. (maioria dos membros deve ser independente e não todos)	Sem correspondência.	Princípio 22. (a maioria dos membros deve ser independente e não todos) e Recomendação 47.
II.3.2.	«Não deve ser contratada para apoiar a Comissão de Remunerações no desempenho das suas funções qualquer pessoa singular ou coletiva que preste ou tenha prestado, nos últimos três anos, serviços a qualquer estrutura na dependência do órgão de administração, ao próprio órgão de administração da sociedade ou que tenha relação atual com a sociedade ou com consultora da sociedade. Esta recomendação é aplicável igualmente a qualquer pessoa singular ou coletiva que com aquelas se encontre relacionada por contrato de trabalho ou prestação de serviços.»	Recomendação V.2.5.	Sem correspondência.	Recomendação 50. alínea d).
II.3.3.	«A declaração sobre a política de remunerações dos órgãos de administração e fiscalização a que se refere o artigo 2.º da Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, deverá conter, adicionalmente: a) Identificação e explicitação dos critérios para a determinação da remuneração a atribuir aos membros dos órgãos sociais;...»	Recomendação V.2.2.	Sem correspondência.	Sem correspondência.
	«...b) Informação quanto ao montante máximo potencial, em termos individuais, e ao montante máximo potencial, em termos agregados, a pagar aos membros dos órgãos sociais, e identificação das circunstâncias em que esses montantes máximos podem ser devidos;...»	Sem correspondência.	Sem correspondência.	Sem correspondência.
	«...d) Informação quanto à exigibilidade ou inexistência de pagamentos relativos à destituição ou cessação de funções de administradores.»	Recomendação V.2.3.	Sem correspondência.	Sem correspondência.
II.3.4.	«Deve ser submetida à Assembleia Geral a proposta relativa à aprovação de planos de atribuição de ações, e/ou de opções de aquisição de ações ou com base nas variações do preço das ações, a membros dos órgãos sociais. A proposta deve conter todos os elementos necessários para uma avaliação correta do plano.»	Recomendação V.2.2. (competência da CR)	Sem correspondência.	Sem correspondência.
II.3.5.	«Deve ser submetida à Assembleia Geral a proposta relativa à aprovação de qualquer sistema de benefícios de reforma estabelecidos a favor dos membros dos órgãos sociais. A proposta deve conter todos os elementos necessários para uma avaliação correta do sistema.»	Recomendação V.2.3. (competência da CR)	Sem correspondência.	Sem correspondência.
III.1.	«A remuneração dos membros executivos do órgão de administração deve basear-se no desempenho efetivo e desincentivar a assunção excessiva de riscos.»	Recomendação V.3.1.	Sem correspondência.	Sem correspondência.
III.2.	«A remuneração dos membros não executivos do órgão de administração e a remuneração dos membros do órgão de fiscalização não deve incluir nenhuma componente cujo valor dependa do desempenho da sociedade ou do seu valor.»	Sem correspondência.	Sem correspondência.	Sem correspondência. A recomendação 57 informa que as remunerações variáveis devem exclusivas dos administradores executivos, no entanto, informa que poderá haver entregar de ações aos não executivos com determinadas condicionantes.

1) Código de Governo das Sociedades da CMVM (2013)				
Resumo do Código		Comparação entre os códigos		
III Remunerações		2) IPCG	3) OCDE	
			4) CNMV	
III.3.	«A componente variável da remuneração deve ser globalmente razoável em relação à componente fixa da remuneração, e devem ser fixados limites máximos para todas as componentes.»	Recomendação V.2.2. (primeira parte da frase não é mencionado).	Sem correspondência.	Sem correspondência.
III.4.	«Uma parte significativa da remuneração variável deve ser diferida por um período não inferior a três anos, e o direito ao seu recebimento deve ficar dependente da continuação do desempenho positivo da sociedade ao longo desse período.»	Recomendação V.3.2.	Sem correspondência.	Recomendação 59.
III.5.	«Os membros do órgão de administração não devem celebrar contratos, quer com a sociedade, quer com terceiros, que tenham por efeito mitigar o risco inerente à variabilidade da remuneração que lhes for fixada pela sociedade.»	Sem correspondência.	Sem correspondência.	Sem correspondência.
III.6.	«Até ao termo do seu mandato devem os administradores executivos manter as ações da sociedade a que tenham acedido por força de esquemas de remuneração variável, até ao limite de duas vezes o valor da remuneração total anual, com exceção daquelas que necessitem ser alienadas com vista ao pagamento de impostos resultantes do benefício dessas mesmas ações.»	Sem correspondência.	Sem correspondência.	Recomendação 62.
III.7.	«Quando a remuneração variável compreender a atribuição de opções, o início do período de exercício deve ser diferido por um prazo não inferior a três anos.»	Sem correspondência.	Sem correspondência.	Recomendação 62.
III.8.	«Quando a destituição de administrador não decorra de violação grave dos seus deveres nem da sua inaptidão para o exercício normal das respetivas funções mas, ainda assim, seja reconduzível a um inadequado desempenho, deverá a sociedade encontrar-se dotada dos instrumentos jurídicos adequados e necessários para que qualquer indemnização ou compensação, além da legalmente devida, não seja exigível.»	Sem correspondência.	Sem correspondência.	Sem correspondência.
IV Auditoria				
IV.1.	«O auditor externo deve, no âmbito das suas competências, verificar a aplicação das políticas e sistemas de remunerações dos órgãos sociais, a eficácia e o funcionamento dos mecanismos de controlo interno e reportar quaisquer deficiências ao órgão de fiscalização da sociedade.»	Sem correspondência.	Sem correspondência.	Sem correspondência.
IV.2.	«A sociedade ou quaisquer entidades que com ela mantenham uma relação de domínio não devem contratar ao auditor externo, nem a quaisquer entidades que com ele se encontrem em relação de grupo ou que integrem a mesma rede, serviços diversos dos serviços de auditoria. Havendo razões para a contratação de tais serviços – que devem ser aprovados pelo órgão de fiscalização e explicitadas no seu Relatório Anual sobre o Governo da Sociedade...»	Recomendação VII.2.4.	Sem correspondência.	Recomendação 42 e).
	«... eles não devem assumir um relevo superior a 30% do valor total dos serviços prestados à sociedade.»	Sem correspondência.	Sem correspondência.	Sem correspondência.
IV.3.	«As sociedades devem promover a rotação do auditor ao fim de dois ou três mandatos, conforme sejam respetivamente de quatro ou três anos...»	Sem correspondência.	Sem correspondência.	Sem correspondência.
	«...A sua manutenção além deste período deverá ser fundamentada num parecer específico do órgão de fiscalização que pondere expressamente as condições de independência do auditor e as vantagens e os custos da sua substituição.»	Recomendação VII.2.4. e VII.2.2.	Sem correspondência.	Sem correspondência.
V Conflitos de interesses e transações com partes relacionadas				
V.1.	«Os negócios da sociedade com acionistas titulares de participação qualificada, ou com entidades que com eles estejam em qualquer relação, nos termos do art. 20.º do Código dos Valores Mobiliários, devem ser realizados em condições normais de mercado.»	Sem correspondência.	Princípio VI. D. 6. e III.C.	Sem correspondência.
V.2.	«O órgão de supervisão ou de fiscalização deve estabelecer os procedimentos e critérios necessários para a definição do nível relevante de significância dos negócios com acionistas titulares de participação qualificada – ou com entidades que com eles estejam em qualquer uma das relações previstas no n.º 1 do art. 20.º do Código dos Valores Mobiliários –, ficando a realização de negócios de relevância significativa dependente de parecer prévio daquele órgão.»	Sem correspondência.	Sem correspondência.	Sem correspondência.
VI Informação				
VI.1.	«As sociedades devem proporcionar, através do seu sítio na Internet, em português e inglês, acesso a informações que permitam o conhecimento sobre a sua evolução e a sua realidade atual em termos económicos, financeiros e de governo.»	Recomendação I.1.1. (Não se pronuncia sobre o idioma).	Princípio V. A., B. E D. (Não se pronuncia sobre o idioma).	Recomendação 6. (Não se pronuncia sobre o idioma).
VI.2.	«As sociedades devem assegurar a existência de um gabinete de apoio ao investidor e de contacto permanente com o mercado, que responda às solicitações dos investidores em tempo útil, devendo ser mantido um registo dos pedidos apresentados e do tratamento que lhe foi dado.»	Sem correspondência.	Princípio V.E.	Recomendação 4.

Fonte: Código da CMVM (2013) e elaboração própria.

Apêndice IV – Índice - Ponderações das recomendações da CMVM

Recomendação	Ponderação	Relevo
I.1.	200	Máximo
I.1.	0	Nulo
I.1.	150	Médio
I.2.	0	Nulo
I.3.	0	Nulo
I.4.	0	Nulo
I.5.	150	Médio
II.1.1.	100	Mínimo
II.1.2.	100	Mínimo
II.1.3.	0	Nulo
II.1.4.	200	Máximo
II.1.4.	150	Médio
II.1.5.	200	Máximo
II.1.6.	150	Médio
II.1.7.	200	Máximo
II.1.8.	200	Máximo
II.1.9.	150	Médio
II.1.10.	200	Máximo
II.2.1.	100	Mínimo
II.2.2.	100	Mínimo
II.2.3.	100	Mínimo
II.2.4.	200	Máximo
II.2.5.	150	Médio
II.3.1.	150	Médio
II.3.2.	150	Médio
II.3.3.	100	Mínimo
II.3.3.	0	Nulo
II.3.3.	100	Mínimo
II.3.4.	100	Mínimo
II.3.5.	100	Mínimo
III.1.	100	Mínimo
III.2.	0	Nulo
III.3.	100	Mínimo
III.4.	150	Médio
III.5.	0	Nulo
III.6.	100	Mínimo
III.7.	100	Mínimo
III.8.	0	Nulo
IV.1.	0	Nulo
IV.2.	100	Mínimo
IV.2.	0	Nulo
IV.3.	0	Nulo
IV.3.	100	Mínimo
V.1.	100	Mínimo
V.2.	0	Nulo
VI.1.	200	Máximo
VI.2.	150	Médio

Apêndice V – Score por sociedade 2014-2016

Sociedade	2014	2015	2016
	Grau de cumprimento		
Altri, SGPS, S.A.	87%	87%	90%
Banco BPI, S.A.	95%	93%	99%
Banco Comercial Português, S.A.	91%	88%	88%
Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, S.A.	92%	92%	95%
Cofina, SGPS, S.A.	90%	90%	90%
Compta - Equipamentos e Serviços de Informática, S.A.	90%	90%	90%
Corticeira Amorim, SGPS, S.A.	65%	64%	68%
CTT - Correios de Portugal, S.A.	93%	93%	96%
EDP - Energias de Portugal, SGPS, S.A.	97%	97%	97%
EDP Renováveis, S.A.	100%	100%	100%
Estoril Sol - SGPS, S.A.	75%	73%	73%
F. Ramada - Investimentos, SGPS, S.A.	90%	87%	87%
Galp Energia, SGPS, S.A.	91%	91%	91%
Glantt - Global Intelligent Technologies, S.A.	88%	88%	89%
Grupo Média Capital, S.A.	85%	85%	89%
Ibersol - SGPS, S.A.	100%	100%	100%
Imobiliária Construtora Grão Pará, S.A.	-	70%	70%
Impresa - SGPS, S.A.	82%	84%	81%
Inapa - Investimentos, Participações e Gestão, S.A.	93%	95%	95%
Jerónimo Martins - SGPS, S.A.	90%	90%	91%
Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, S.A.	79%	82%	82%
Luz Saúde, S.A.	84%	81%	81%
Martifer - SGPS, S.A.	-	91%	91%
Montepio - Caixa Económica Montepio Geral	100%	100%	100%
Mota-Engil, SGPS, S.A.	84%	84%	84%
NOS, SGPS, S.A.	100%	100%	100%
Novabase - SGPS, S.A.	91%	80%	80%
Pharol, SGPS, S.A.	81%	91%	94%
Reditus - SGPS, S.A.	84%	84%	81%
REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A.	92%	95%	95%
SAG Gest - Soluções Automóvel Globais, SGPS, S.A.	84%	81%	81%
SDC - Investimentos, SGPS, S.A.	95%	84%	88%
Semapa - Sociedade Investimento e Gestão, SGPS, S.A.	83%	88%	88%
Sociedade Comercial Orey Antunes, S.A.	89%	83%	83%
Sonae - SGPS, S.A.	99%	100%	100%
Sonae Capital, SGPS, S.A.	99%	99%	100%
Sonae Indústria, SGPS, S.A.	100%	100%	100%
SONAECOM - SGPS, S.A.	94%	94%	94%
Sumol + Compal, S.A.	65%	66%	69%
Teixeira Duarte, S.A.	61%	61%	61%
The Navigator Company, S.A.	88%	88%	88%
Toyota Caetano Portugal, S.A.	70%	67%	67%
VAA - Vista Alegre Atlantis, SGPS, S.A.	74%	80%	77%

Apêndice VI – Score por recomendação 2014-2016

Capítulo	REC.	Ano 2014	Ano 2015	Ano 2016	
I - Votação e Controlo da Sociedade	I.1.	83%	80%	80%	
	I.2.	76%	77%	80%	
	I.3.	97%	98%	100%	
	I.4.	70%	75%	78%	
	I.5.	86%	84%	84%	
II - Supervisão, Administração e Fiscalização	II.1. - Supervisão e Administração	II.1.1.	93%	98%	98%
		II.1.2.	97%	100%	100%
		II.1.3.	100%	100%	100%
		II.1.4.	80%	80%	80%
		II.1.5.	88%	86%	86%
		II.1.6.	90%	90%	90%
		II.1.7.	68%	65%	62%
		II.1.8.	100%	100%	100%
		II.1.9.	100%	97%	97%
		II.1.10.	31%	44%	39%
II.2. - Fiscalização	II.2.1.	93%	88%	90%	
	II.2.2.	93%	91%	92%	
	II.2.3.	100%	100%	100%	
	II.2.4.	95%	91%	91%	
	II.2.5.	82%	78%	76%	
II.3. - Fixação de Remunerações	II.3.1.	84%	80%	81%	
	II.3.2.	75%	80%	75%	
	II.3.3.	79%	77%	77%	
	II.3.4.	89%	100%	100%	
	II.3.5.	73%	75%	75%	
III - Remunerações	III.1.	100%	98%	98%	
	III.2.	96%	97%	97%	
	III.3.	72%	72%	72%	
	III.4.	67%	65%	65%	
	III.5.	100%	100%	100%	
	III.6.	100%	100%	100%	
	III.7.	75%	100%	100%	
	III.8.	76%	74%	74%	
IV - Auditoria	IV.1.	91%	91%	91%	
	IV.2.	84%	81%	95%	
	IV.3.	94%	94%	95%	
V - Conflito de Interesses	V.1.	96%	100%	100%	
	V.2.	78%	77%	79%	
VI - Informação	VI.1.	91%	93%	93%	
	VI.2.	100%	100%	100%	

Apêndice VII – Índice por sociedade (2014-2016)

Sociedade	2014	2015	2016
Sociedade	Valor do Índice		
Altri, SGPS, S.A.	2983	2983	3033
Banco BPI, S.A.	3708	3708	3708
Banco Comercial Português, S.A.	3308	3208	3208
Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, S.A.	3158	3100	3100
Cofina, SGPS, S.A.	3033	3033	3033
Compta - Equipamentos e Serviços de Informática, S.A.	2650	2650	2650
Corticeira Amorim, SGPS, S.A.	2313	2279	2379
CTT - Correios de Portugal, S.A.	3575	3625	3675
EDP - Energias de Portugal, SGPS, S.A.	2958	3108	2958
EDP Renováveis, S.A.	3308	3408	3408
Estoril Sol - SGPS, S.A.	2408	2408	2408
F. Ramada - Investimentos, SGPS, S.A.	3033	2983	2983
Galp Energia, SGPS, S.A.	3258	3208	3208
Glintt - Global Intelligent Technologies, S.A.	2675	2675	2700
Grupo Média Capital, S.A.	2642	2642	2692
Imobiliária Construtora Grão Pará, S.A.	-	1408	1408
Ibersol - SGPS, S.A.	3083	3083	3083
Impresa - SGPS, S.A.	2717	2717	2567
Inapa - Investimentos, Participações e Gestão, S.A.	2967	3000	3000
Jerónimo Martins - SGPS, S.A.	3250	3250	3300
Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, S.A.	2542	2692	2692
Luz Saúde, S.A.	3033	2883	2883
Martifer - SGPS, S.A.	-	3142	3142
Montepio - Caixa Económica Montepio Geral	2542	2792	2892
Mota-Engil, SGPS, S.A.	2633	2633	2633
NOS, SGPS, S.A.	3608	3608	3608
The Navigator Company, S.A.	2721	2721	2721
Pharol, SGPS, S.A.	2875	3058	3058
Reditus - SGPS, S.A.	2867	2867	2667
REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A.	3275	3450	3450
SAG Gest - Soluções Automóvel Globais, SGPS, S.A.	2967	2817	2817
SDC - Investimentos, SGPS, S.A.	3008	2558	2608
Semapa - Sociedade Investimento e Gestão, SGPS, S.A.	2788	2788	2788
Sociedade Comercial Orey Antunes, S.A.	3000	2742	2742
Sonae - SGPS, S.A.	3433	3708	3708
Sonae Capital, SGPS, S.A.	3583	3583	3658
Sonae Indústria, SGPS, S.A.	3508	3408	3408
SONAECOM - SGPS, S.A.	3008	3008	3008
Sumol + Compal, S.A.	2042	1992	2042
Novabase - SGPS, S.A.	3508	2750	2750
Teixeira Duarte - Engenharia e Construções, S.A.	1842	1842	1842
Toyota Caetano Portugal, S.A.	2567	2417	2417
VAA - Vista Alegre Atlantis, SGPS, S.A.	2525	2825	2475