

**2012**

Dados relativos a 2011

**GOVERNO  
DAS  
SOCIEDADES  
EM  
PORTUGAL**

---

# **GOVERNO DAS SOCIEDADES EM PORTUGAL 2012**

---

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

---

Dados Relativos ao Ano de 2011

Com o apoio da



“ A comparação das práticas seguidas pelas empresas em 2011, com as do ano anterior, revela uma inequívoca evolução positiva no grau de acolhimento das recomendações de governo societário, o qual já era alto, tendo as empresas melhorado genericamente as suas boas práticas em matéria de *corporate governance*. “

*Miguel Athayde Marques*

# Índice

<b>1. INTRODUÇÃO</b>	<b>1</b>
<b>2. ENQUADRAMENTO E OBJECTO DO RELATÓRIO</b>	<b>3</b>
<b>3. O ÍNDICE E O RATING DE GOVERNO SOCIETÁRIO CATÓLICA LISBON/AEM</b>	<b>5</b>
<b>3.1 Fundamento e Objectivo</b>	<b>5</b>
<b>3.2 Método de Construção do Índice</b>	<b>8</b>
<b>3.3 Método de Atribuição do Rating de Governo Societário</b>	<b>10</b>
<b>3.4. Comparabilidade dos Resultados</b>	<b>11</b>
<b>4. ANÁLISE DO GRAU DE ACOLHIMENTO DE RECOMENDAÇÕES SOBRE O GOVERNO DAS SOCIEDADES EM PORTUGAL EM 2011</b>	<b>12</b>
<b>4.1 Recomendações Sobre a Assembleia Geral</b>	<b>13</b>
<b>4.2 Recomendações Respeitantes Aos Órgãos de Administração e Fiscalização</b>	<b>14</b>
4.2.1 Estrutura e Competência	14
4.2.2 Incompatibilidade e Independência	19
4.2.3 Elegibilidade e Nomeação	21
4.2.4 Política de Comunicação de Irregularidades	22
4.2.5 Remuneração	23
4.2.6 Conselho de Administração	27
4.2.7 Comissões especializadas	30
<b>4.3 Informação e Auditoria</b>	<b>32</b>
<b>4.4 Alguns Comentários Finais</b>	<b>34</b>

**5. APURAMENTO DO ÍNDICE E DO RATING DE GOVERNO SOCIETÁRIO CATÓLICA LISBON/AEM EM 2011 35****5.1 O Índice de Governo Societário Católica Lisbon /AEM 35****5.2 O Rating de Governo Societário Católica Lisbon/AEM 38****6. RELAÇÕES ENTRE O ÍNDICE DE GOVERNO SOCIETÁRIO E AS CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS 40****6.1 Características das Empresas 40****6.2 Resultados Econométricos 42****7. CONCLUSÕES FINAIS 44****ANEXO A: Lista das Sociedades Incluídas no Relatório****ANEXO B: Resultados da estimação econométrica****ANEXO C: Comparação de Resultados com o Estudo Anterior -  
- Relatório de 2011****BIBLIOGRAFIA RELEVANTE**

# 1. Introdução

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

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

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

Paulo Câmara,

Miguel Athayde Marques, e

Leonor Modesto

juntamente com uma equipa, composta pelos seguintes elementos: Patrícia Cruz, Sofia Thibaut Trocado e Francisco Boavida Salavessa.

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

O Relatório, para além da sua formulação conceptual, envolveu um trabalho de recolha de dados relativo às práticas de governação seguidas pelas empresas com acções cotadas no mercado regulamentado português (designado como mercado Euronext Lisbon). A sua base empírica residiu na análise e registo detalhados da observância das recomendações do Código de Governo das Socieda-

des, elaborado pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, por parte das empresas cotadas, de acordo com o reflectido nos seus Relatórios de Governo Societário, referentes ao exercício de 2011, o último publicado.

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

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

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

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

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

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

Concretamente, esses indicadores assumem a forma de um Índice e de um *Rating* de governo societário, que, com base nas práticas reportadas nos relatórios de *corporate governance* de 2011, e pelo segundo ano consecutivo, constituem um elemento de referência a partir do qual será possível determinar no futuro a evolução que as empresas portuguesas irão realizando neste domínio.

Esta segunda edição do Relatório permite desenvolver uma análise comparativa com os dados extraídos dos relatórios de *corporate governance* de 2010 e, não obstante a base de amostra dizer respeito ainda a um período de apenas dois anos, permite já revelar a utilidade crescente do Índice e do *Rating* de governo societário e sedimentar a importância do presente estudo no contexto do incremento das boas práticas de governo societário.

## 2. Enquadramento e Objecto do Relatório

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

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

O objecto deste Relatório é múltiplo.

De um lado, procura recensar o grau de observância das recomendações por parte das sociedades cotadas, de acordo com o reflectido nos relatórios de governo das mesmas referentes ao exercício de 2011.

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

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

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

O universo das sociedades objecto do presente Relatório compreende um total de 44 empresas emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, até 31 de Dezembro de 2011, no qual se incluem, entre outras, todas as sociedades que compõem o índice PSI 20 (cfr. a lista das empresas constante do ANEXO A).

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

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

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

Assim, à semelhança do exercício no ano anterior, o estudo cingiu-se à análise pormenorizada da informação divulgada publicamente e contida exclusivamente nos relatórios anuais de *corporate governance* elaborados pelas referidas sociedades, não tendo havido qualquer contacto directo ou indirecto com as mesmas.

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

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

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

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

De outro modo dito, não cabe a este Relatório a elaboração *ad hoc* de novos critérios quanto ao conceito de independência dos membros dos órgãos sociais, estando vinculado ao critério perfilhado pelo regulador no próprio texto do Código do Governo das Sociedades.

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

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

No entanto, a explicação prestada apenas pode conduzir a um resultado equivalente ao acolhimento se os objectivos da indi-

cação recomendatória se revelarem materialmente satisfeitos.

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

- i) as singularidades do contexto invocadas pela sociedade;
- ii) a natureza e robustez do fundamento directamente apresentado pela sociedade para o não acolhimento;
- iii) o carácter transitório ou permanente do não acolhimento; e
- iv) as medidas adoptadas para se assumirem como alternativas ao acolhimento ou para mitigarem o efeito do não acolhimento.

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

São, subsequente, apresentados os dados sobre o grau de acolhimento das recomendações sobre o governo das sociedades em Portugal por referência ao ano de 2011 (capítulo 4), após o que se procede ao apuramento do Índice e do Rating Católica Lisbon/AEM (capítulo 5).

Em seguida (capítulo 6), documentam-se as relações entre o Índice de governo societário e as diversas características das sociedades analisadas. O Relatório finaliza com conclusões (capítulo 7).

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

## 3.1. Fundamento e Objectivo

Na Europa, os códigos recomendatórios de bom governo societário constituem a base de relatórios anuais sobre governação de sociedades emitentes de acções negociadas em mercados regulamentados. Tal é uma decorrência da Directiva 2006/46/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006.

Portugal não constitui uma excepção a este quadro.

Entre nós, as sociedades cotadas devem elaborar anualmente um relatório com uma descrição da sua estrutura governativa.

Este relatório, que toma como referência o Código de Governo das Sociedades aprovado pela CMVM, é imposto através do artigo 245.º-A do Código dos Valores Mobiliários e é apresentado segundo as instruções decorrentes do Anexo I ao Regulamento da CMVM n.º 1/2010.

Neste contexto, as sociedades cotadas devem informar sobre o grau de acolhimento das recomendações contidas no Código de Governo das Sociedades (*comply*) e, bem assim, devem informar sobre o fundamento do não acolhimento das recomendações por si não observadas (*explain*).

Este modelo de informação (*comply or explain*), de raiz britânica, é hoje imposto em termos europeus, e, conforme se referiu, apresenta-se como um mecanismo que alia a prestação de informação obrigatória sobre a caracterização do governo societário de cada empresa a uma componente flexibilizadora quanto às escolhas que cada uma pode adoptar a esse respeito.

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

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

A tendência, aliás, é maioritariamente a oposta.

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

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

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

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

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

evitar, por exemplo, a indistinção entre governança e compliance, que tende a existir na fiscalização pública.

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

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

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

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

Refira-se, designadamente,

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

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

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

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

No seu todo, estes diplomas – aqui indicados a título exemplificativo – determinaram um acréscimo considerável de deveres relacionados com a governação societária a cargo das

empresas portuguesas, em geral, e das sociedades cotadas, muito em particular.

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

Todavia, foi o inverso que sucedeu.

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

Na versão originária, como notado, existiam 13 recomendações.

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

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

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

Por essa razão, outro objectivo do presente Relatório é o de apurar se a densidade recomendatória actualmente existente em Portugal tem correspondência noutras jurisdições de referência e se as sociedades objecto do estudo acolhem em maior ou menor grau as recomendações com relevância nas outras jurisdições seleccionadas.

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

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

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

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

A medir pelos anos mais recentes, este atraso em regra excede um ano sobre a divulgação dos relatórios examinados, tendo o relatório mais recentemente publicado excedido mesmo o ano e meio.

Assim:

- em 27 de Abril de 2010, foram divulgados os resultados referentes ao ano de 2008;
- em 19 de Maio de 2011, foi apresentado o Relatório Anual da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas referente às declarações anuais de governação de 2009;
- em 31 de Julho de 2012, foi disponibilizado o Relatório Anual da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas de 2010.

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

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

conformação das práticas de governação das sociedades cotadas.

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

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

Tal cenário é ainda agravado com a cadênci-a bienal de alteração das recomendações de governação: aos anos ímpares, é habitual haver reformulação das recomendações – o que sucedeu em 2001, 2003, 2005, 2007 e 2010.

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

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

Este quadro confere pertinência e oportunidade à elaboração de um levantamento efectuado no próprio ano em que os relatórios são divulgados, de modo a ampliar as funções informativas e conformadoras que estes estudos proporcionam.

## 3.2. Método de Construção do Índice

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- às recomendações com correspondência em todos os *benchmarks* internacionais seleccionados reconheceu-se relevo máximo;
- às recomendações com correspondência em dois dos *benchmarks* internacionais seleccionados foi atribuído relevo médio;
- às recomendações com correspondência em apenas um dos *benchmarks* internacionais seleccionados concedeu-se relevo mínimo;
- às recomendações sem correspondência nos *benchmarks* internacionais seleccionados foi dado relevo nulo.

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

Resulta da análise comparativa efectuada que existem 16 recomendações com relevo nulo, 9 com relevo mínimo, 14 com relevo médio e 12 com relevo máximo.

Note-se que, nesta contagem, não foram relevadas as recomendações I.2.1, I.2.2 e II.1.5.7, por já não estarem em vigor.

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

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

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

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

Por seu turno, e por forma a imprimir uma maior granularidade ao estudo, a presente edição procedeu a uma análise de forma desagregada de outras 11 recomendações múltiplas,

permitindo, assim, um aprimoramento e afinamento de análise do grau de observância das recomendações constantes do Código de Governo das Sociedades.

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

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

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

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

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

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

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

- Recomendação I.3.3.: sociedades que justificam a não correspondência de um voto por acção, explicando que, inexistindo tectos de voto (voting caps), os pequenos accionistas podem agrupar-se para poder exercer o seu direito de voto;

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

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

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

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

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

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

### 3.3. Método de Atribuição do Rating de Governo Societário

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

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

## 3.4. Comparabilidade dos Resultados

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

Sabe-se, porém, que as observações empíricas plurianuais sobre o grau de adesão de recomendações de governo das sociedades sofrem variações ao longo do tempo, as quais decorrem de alterações normativas frequentes que se registam no tema da governação.

No caso do presente relatório, a comparabilidade directa com os dados do ano anterior não é automática, na medida em que se registaram alterações legislativas com impacto no âmbito da remuneração de instituições de crédito, operadas através do DL n.º 88/2011, de 20 de Julho.

Além disso, a aludida comparabilidade surge prejudicada porque algumas recomendações múltiplas foram, à semelhança do que já sucedia com a recomendação relativa à remuneração, analisadas de modo desagregado, por forma a permitir um aprimoramento e afinamento de análise do grau de observância das recomendações constantes do Código de Governo das Sociedades.

Não obstante, na apresentação dos resultados deste Relatório foram utilizados mecanismos que permitem uma comparação entre os resultados obtidos nas duas edições realizadas.

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

Neste capítulo, analisa-se, para cada uma das recomendações mais relevantes sobre o governo das sociedades em Portugal, o respectivo grau de acolhimento pelas empresas cotadas em bolsa (Euronext Lisbon) em 31 de Dezembro de 2011.

Para este efeito, consideraram-se como mais relevantes as recomendações com relevo máximo e relevo médio (conforme a descrição apresentada no capítulo 2).

Tal como referido anteriormente (capítulo 2), foram somente tidas em conta sociedades de direito português (à excepção da EDP Renováveis) que se encontram cotadas no mercado regulamentado português, definido como mercado Euronext Lisbon, gerido pela Euronext Lisbon, Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A., e, portanto, sujeitas às recomendações da CMVM. Para cada uma das recomendações consideradas, procedeu-se ainda à determinação do grau de acolhimento entre as empresas que integram o índice PSI 20 e as empresas da amostra que não integram este índice.

A primeira constatação a nível geral, é que o grau de acolhimento das recomendações mais relevantes do código de governo societário pelas empresas portuguesas cotadas em 2011 foi elevado.

Constata-se ainda que, genericamente, este acolhimento é superior entre as empresas constituintes do PSI 20.

É igualmente de realçar o facto de, para 2011, se dispor de informação mais detalhada e, portanto, mais completa, sobre o grau de acolhimento das recomendações, visto se ter procedido à desagregação de muitas delas, como foi explicado no capítulo anterior.

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

Sempre que possível far-se-ão comparações entre os valores de 2011 e os registados em 2010.

Tabela 4.1

Percentagem de acolhimento das recomendações de governo societário em 2011

Página 1

Recomendações				Percentagem de empresas com acolhimento		
				Todas as Empresas	PSI20	Restantes Empresas
<b>Assembleia Geral</b>	<b>Voto e Exercício do Direito de Voto</b>	<b>I.3.1</b>	<b>Voto por correspondência</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
	<b>Medidas Relativas ao Controlo das Sociedades</b>	<b>I.6.1</b>	<b>Medidas com vista a impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição</b>	<b>83.7%</b>	<b>73.7%</b>	<b>91.7%</b>
		<b>I.6.2</b>	<b>Livre transmissibilidade das acções</b>	<b>97.7%</b>	<b>100.0%</b>	<b>95.8%</b>
<b>Órgãos de Administração e Fiscalização</b>	<b>Estrutura e Competência</b>	<b>II.1.1.1</b>	<b>Avaliação do modelo societário adoptado</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
		<b>II.1.1.2</b>				
		<b>(i)</b>	<b>Implementação de sistemas internos de controlo e gestão de riscos</b>	<b>93.2%</b>	<b>100.0%</b>	<b>87.5%</b>
		<b>(ii)</b>	<b>Componentes a integrar nos sistemas internos de controlo e gestão de riscos</b>	<b>70.5%</b>	<b>80.0%</b>	<b>62.5%</b>
		<b>II.1.1.3</b>	<b>Avaliação do funcionamento dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos</b>	<b>93.2%</b>	<b>100.0%</b>	<b>87.5%</b>
		<b>II.1.1.4</b>				
		<b>(i)</b>	<b>Identificar riscos económicos, financeiros e jurídicos</b>	<b>97.7%</b>	<b>100.0%</b>	<b>95.8%</b>
		<b>(ii)</b>	<b>Descrever a actuação e eficácia do sistema de gestão de riscos</b>	<b>88.6%</b>	<b>100.0%</b>	<b>79.2%</b>

Tabela 4.1

Percentagem de acolhimento das recomendações de governo societário em 2011

Página 2

Recomendações				Percentagem de empresas com acolhimento		
				Todas as Empresas	PSI20	Restantes Empresas
Órgãos de Administração e Fiscalização	Estrutura e Competência	II.1.1.5				
		(i)	Regulamentos de funcionamento dos órgãos de administração	79.5%	100.0%	62.5%
		(ii)	Divulgação dos regulamentos dos órgãos de administração na internet	75.0%	95.0%	58.3%
		(iii)	Regulamentos de funcionamento dos órgãos de fiscalização	81.8%	100.0%	66.7%
		(iv)	Divulgação dos regulamentos dos órgãos de fiscalização na internet	77.3%	95.0%	62.5%
	Incompatibilidades e Independência	II.1.2.1	Número de membros não executivos	85.7%	88.9%	83.3%
		II.1.2.2	Administradores independentes	40.5%	61.1%	25.0%
		II.1.2.3	A avaliação da independência	75.6%	77.8%	73.9%
	Elegibilidade e Nomeação	II.1.3.1	Independência do Presidente do Conselho Fiscal, das Comissões de Auditoria e Financeira	90.9%	90.0%	91.7%
		II.1.3.2	Seleção de candidatos a Administradores não executivos	35.7%	61.1%	16.7%

Recomendações				Percentagem de empresas com acolhimento		
				Todas as Empresas	PSI20	Restantes Empresas
<b>Órgãos de Administração e Fiscalização</b>	<b>Política de Comunicação de Irregularidades</b>	<b>II.1.4.1</b>				
		(i)	<b>Comunicação interna</b>	<b>84.1%</b>	<b>100.0%</b>	<b>70.8%</b>
		(ii)	<b>Tratamento das comunicações</b>	<b>81.8%</b>	<b>100.0%</b>	<b>66.7%</b>
	<b>Remuneração</b>	<b>II.1.5.1</b>				
		(i)	<b>Remuneração dos Administradores com funções executivas</b>	<b>69.8%</b>	<b>95.0%</b>	<b>47.8%</b>
		(vi)	<b>Opções na remuneração variável</b>	<b>66.7%</b>	<b>100.0%</b>	<b>0%</b>
		(vii)	<b>Ausência de compensação na destituição sem justa causa de Administrador</b>	<b>25.0%</b>	<b>45.0%</b>	<b>8.3%</b>
		(viii)	<b>Remuneração dos membros não executivos</b>	<b>86.8%</b>	<b>88.2%</b>	<b>85.7%</b>
		<b>II.1.5.4</b>				
		(i)	<b>Aprovação em Assembleia Geral da proposta relativa aos planos de atribuição de acções, e/ou de opções de aquisição de acções</b>	<b>90.9%</b>	<b>100.0%</b>	<b>66.7%</b>
		(ii)	<b>A proposta deve conter todos os elementos necessários para uma avaliação correcta do plano.</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

Tabela 4.1

Percentagem de acolhimento das recomendações de governo societário em 2011

Página 4

Recomendações				Percentagem de empresas com acolhimento		
				Todas as Empresas	PSI20	Restantes Empresas
Órgãos de Administração e Fiscalização	Remuneração	(iii)	A proposta deve ser acompanhada do regulamento do plano	100.0%	100.0%	100.0%
		(iv)	Aprovação em Assembleia Geral dos benefícios de reforma dos membros dos órgãos de administração, fiscalização e demais dirigentes	83.3%	100.0%	50.0%
		II.1.5.6	Representação na AG de um membro da Comissão de remunerações	84.1%	95.0%	75.0%
	Conselho de Administração	II.2.1	Delegação de competências	83.3%	88.9%	79.2%
		II.2.2				
		(i)	Não delegação da definição da estratégia e das políticas gerais da sociedade	85.7%	88.9%	83.3%
		(ii)	Não delegação da definição da estrutura empresarial do grupo	92.9%	88.9%	95.8%
		(iii)	Não delegação de decisões estratégicas	88.1%	83.3%	91.7%
		II.2.3	Assegurar a informação e independência dos membros não executivos	94.4%	100.0%	91.7%

Tabela 4.1

Percentagem de acolhimento das recomendações de governo societário em 2011

Página 5

Recomendações				Percentagem de empresas com acolhimento		
				Todas as Empresas	PSI20	Restantes Empresas
Órgãos de Administração e Fiscalização	Comissões Especializadas	II.5.1				
		(i)	Criação de comissões especializadas para avaliação do desempenho dos Administradores executivos	77.3%	75.0%	79.2%
		(ii)	Criação de comissões especializadas para avaliação do sistema de governo	84.1%	85.0%	83.3%
	(iii)	Criação de comissões especializadas para identificação de candidatos a Administrador	75.0%	75.0%	75.0%	
		II.5.2	Independência e competência dos membros da Comissão de remunerações	71.8%	66.7%	75.0%
		II.5.3	Prevenção de conflitos de interesses	93.2%	95.0%	91.7%
Informação e auditoria	Deveres Gerais de Informação	III.1.1	Princípio da igualdade dos accionistas e prevenção de assimetrias de informação	97.7%	100.0%	95.8%

Tabela 4.1

Percentagem de acolhimento das recomendações de governo societário em 2011

Página 6

Recomendações				Percentagem de empresas com acolhimento		
				Todas as Empresas	PSI20	Restantes Empresas
<b>Informação e auditoria</b>	<b>Deveres Gerais de Informação</b>	<b>III.1.4</b>	<b>Competências do auditor externo</b>	<b>84.1%</b>	<b>90.0%</b>	<b>79.2%</b>
		<b>III.1.5</b>	<b>"Limitação da relação com o auditor externo"</b>	<b>77.3%</b>	<b>85.0%</b>	<b>70.8%</b>

### Legenda das páginas seguintes

**100%**

100%

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

as percentagens a cinzento referem-se ao grau de acolhimento homólogo registado em 2010

**100%**

100%

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

## 4.1. Recomendações Sobre a Assembleia Geral

### Voto por Correspondência (I.3.1)

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

Em 2010, o valor correspondente era inferior para o total das empresas, 97,7%. No entanto, já em 2010 a recomendação era acolhida por todas as empresas do PSI 20.

**100%** 100%

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

**100%** 97,7%

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre voto por correspondência.

### Ofertas Públicas de Aquisição (I.6.1)

No caso da recomendação referente ao uso de medidas adoptadas com vista a impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição, constata-se que esta é acolhida por 83,7% das empresas.

Neste caso, o acolhimento pelas empresas do PSI 20 é menor, apenas 73,7%. Em 2010, as percentagens correspondentes foram respectivamente 77,3% e 70%. Registou-se, pois, uma melhoria no grau de acolhimento desta recomendação.

**73,7%** 70%

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

**83,7%** 77,3%

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

## Livre Transmissibilidade das Acções (I.6.2)

A recomendação que promove a livre transmissibilidade das acções é acolhida por 97,7% das empresas cotadas.

Em 2010, o valor correspondente era superior, sendo esta recomendação acolhida pela totalidade das empresas. Isto continua a verificar-se em 2011 apenas por parte das empresas do PSI 20.

**100%** 100%

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

**97,7%** 100%

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

## 4.2. Órgãos de Administração e Fiscalização

### 4.2.1 Estrutura e Competência

#### Avaliação do Modelo Societário Adoptado (II.1.1.1)

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

Em 2010, esta recomendação era acolhida por 86,4% das empresas, atingindo os 95% no caso das empresas do PSI 20. Mais uma vez, é de registar o aumento do grau de acolhimento.

**100%** 95%

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

**100%** 86,4%

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

Em 2010, o grau de acolhimento das duas recomendações a seguir mencionadas foi analisado conjuntamente, tendo havido acolhimento por parte de 86% das sociedades cotadas e por 90% das empresas que integram o PSI 20.

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

A recomendação que preconiza a implementação de sistemas internos de controlo e gestão dos riscos é seguida por 93,2% das sociedades e pela totalidade das empresas do PSI 20.

# 100%

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

# 93,2%

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

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

Por seu turno, a recomendação que indica as componentes a integrar nos sistemas internos de controlo e gestão de riscos é observada por 70,5% das sociedades e por 80% das empresas do PSI 20.

# 80%

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

# 70,5%

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

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

93,2% das empresas segue a recomendação que preconiza a avaliação dos sistemas internos de controlo e gestão dos riscos.

Esta percentagem era de 81,8% em 2010. Para as empresas do PSI 20 a percentagem de acolhimento foi total em ambos os exercícios.

**100%**

100%

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

**93,2%**

81,8%

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

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

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

Anota-se que 97,7% das empresas cotadas identifica no seu relatório anual os principais riscos económicos, financeiros e jurídicos a que a sociedade se expõe no exercício da actividade.

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

**100%**

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação quanto à identificação dos principais riscos económicos, financeiros e jurídicos.

**97,7%**

empresas cotadas que acolhem a recomendação quanto à identificação dos principais riscos económicos, financeiros e jurídicos.

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

Em 2011, 88,6% das empresas cotadas descreve também no relatório anual a actuação e eficácia do sistema de gestão de riscos. Esta percentagem atinge os 100% no caso das empresas do PSI 20.

# 100%

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

# 88,6%

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

Em 2010, o grau de acolhimento das quatro recomendações que se apresentam a seguir foi analisado em conjunto, tendo sido de 85% a percentagem de acolhimento conjunto por parte das empresas do PSI20. Este valor foi de apenas 68% para a todas as sociedades cotadas.

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

100% das empresas do PSI 20 dispõem de regulamentos de funcionamento dos órgãos de administração.

Para todas as empresas cotadas, esta percentagem é menor, situando-se em 79,5%.

# 100%

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

# 79,5%

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

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

75% das empresas cotadas divulgam no sítio da internet da sociedade os regulamentos de funcionamento dos órgãos de administração.

Esta percentagem é de 95% para as empresas do PSI 20.

# 95%

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

# 75%

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

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

A totalidade das empresas do PSI 20 dispõe de regulamentos de funcionamento dos órgãos de fiscalização.

Para todas as empresas cotadas, esta percentagem é de 81,8%.

# 100%

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

# 81,8%

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

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

77,3% das empresas cotadas divulgam no sítio da internet da sociedade os regulamentos de funcionamento dos órgãos de fiscalização.

A percentagem correspondente para as empresas do PSI 20 é de 95%.

**95%**

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

**77,3%**

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

## 4.2.2 Incompatibilidade e Independência

### Número de Membros Não Executivos (II.1.2.1)

A recomendação que preconiza que o número de membros não executivos no Conselho de Administração deva ser suficiente para garantir efectiva supervisão, fiscalização e avaliação da actividade dos membros executivos é acolhida por 88,9% das empresas do PSI 20 e por 83,3% das restantes empresas cotadas, isto é daquelas que não integram o PSI 20.

Comparando com os valores obtidos em 2010, respectivamente 100% e 85,7%, constatamos uma diminuição importante no grau de acolhimento junto das empresas do PSI 20.

**88,9%** 100%

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

**85,7%** 86%

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

### Administradores Independentes (II.1.2.2)

A recomendação segundo a qual, entre os administradores não executivos, deve contar-se um número de administradores independentes nunca inferior a um quarto do número total de administradores, continua a ser uma das que regista menor acolhimento entre as empresas portuguesas cotadas, sendo seguida por 61,1% das empresas que integram o PSI 20 e por apenas 40,5% das empresas cotadas.

É ainda importante realçar que estes números são piores do que os verificados em 2010, respectivamente de 66,7% e 47,6%.

**61,1%** 66,7%      **40,5%** 47,6%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre número de administradores independentes.

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre número de administradores independentes.

### Avaliação da Independência (II.1.2.3)

A recomendação que estabelece o modo como deve ser avaliada a independência dos administradores não executivos é acolhida por 75,6% das empresas. Esta proporção é ligeiramente superior, 77,8%, no caso das empresas que pertencem ao PSI 20.

Registou-se uma melhoria face a 2010, em que as percentagens correspondentes foram 64,3% para as empresas cotadas e 66,7%, no caso das empresas do PSI 20.

**77,8%** 66,7%      **75,6%** 64,3%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que estabelece o modo como deve ser avaliada a independência dos administradores não executivos.

empresas cotadas que acolhem a recomendação que estabelece o modo como deve ser avaliada a independência dos administradores não executivos.

### 4.2.3 Elegibilidade e Nomeação

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

A percentagem de empresas do PSI 20 que seguem a recomendação que preconiza que o Presidente do Conselho Fiscal, da Comissão de Auditoria, ou da Comissão para as Matérias Financeiras deve ser independente e possuir as competências adequadas ao exercício das respectivas funções é de 90%, valor ligeiramente inferior ao verificado para todas as sociedades cotadas, 90,9%.

Relativamente a 2010, manteve-se a percentagem de acolhimento para as empresas do PSI 20 mas diminuiu em geral o grau acolhimento já que este tinha sido de 95% em 2010.

**90%** 90%

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

**90,9%** 95%

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

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

A recomendação segundo a qual o processo de selecção de candidatos a administradores não executivos deve ser concebido de forma a impedir a interferência dos administradores executivos, é acolhida por apenas 35,7% das empresas portuguesas cotadas. No caso das empresas do PSI 20, o acolhimento é maior, mas ainda baixo: apenas 61,1% seguem esta recomendação.

De referir que nesta matéria os resultados deterioraram-se face a 2010. Nesse ano, as percentagens observadas foram baixas mas superiores: metade das empresas cotadas e dois terços das empresas do PSI 20 acolheram a recomendação.

**61,1%** 66,7%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre a selecção de candidatos a administradores não executivos.

**35,7%** 50%

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre a selecção de candidatos a administradores não executivos.

## 4.2.4 Política de Comunicação de Irregularidades

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

### Comunicação Interna (II.1.4.1.i)

Tal como em 2010, a totalidade das empresas do PSI 20 segue uma política de comunicação interna de irregularidades conforme às recomendações internacionais de governo societário.

Nas restantes empresas, isto é, naquelas que não integram o PSI 20, esta percentagem é de 70,8%.

**100%**

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre comunicação interna de irregularidades.

**84,1%**

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre comunicação interna de irregularidades.

### Tratamento das Comunicações (II.1.4.1.ii)

Tal como em 2010, a totalidade das empresas do PSI 20 segue uma política de tratamento de comunicação de irregularidades conforme as recomendações internacionais de governo societário.

Nas restantes empresas, isto é, naquelas que não integram o PSI 20, esta percentagem é de 66,7%.

**100%**

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação que estabelece o tratamento das comunicações de irregularidades.

**81,8%**

empresas cotadas que acolhem a recomendação que estabelece o tratamento das comunicações de irregularidades.

## 4.2.5 Remuneração

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

Tal como recomendado, para 95% das empresas do PSI 20 a remuneração dos administradores com funções executivas integra uma componente variável, cuja determinação depende de uma avaliação de desempenho.

Esta percentagem é muito inferior, sendo de 47,8%, nas restantes empresas, isto é, naquelas que não integram o PSI 20. No entanto, o grau de acolhimento destas melhorou face a 2010 onde as percentagens registadas foram 90% para as empresas do PSI 20 e 41,7% nas restantes empresas.

**95%** 90%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre remuneração dos administradores com funções executivas.

**69,8%** 64%

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre remuneração dos administradores com funções executivas.

### Opções na Remuneração Variável (II.1.5.1.vi)

A recomendação relativa ao tratamento de opções, no caso destas fazerem parte da remuneração variável, é seguida pela totalidade das empresas do PSI 20 e por nenhuma das restantes empresas. Comparando com a situação em 2010 verificamos um aumento significativo do grau de acolhimento desta recomendação pelas empresas do PSI20.

Com efeito, em 2010 apenas 75% das empresas do PSI20 acolhiam esta recomendação. Junto das outras empresas, a situação manteve-se inalterada. Em 2010, tal como em 2011, nenhuma acolhia esta recomendação.

**100%** 75%

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação relativa ao tratamento de opções na remuneração variável.

**33,3%** 33,3%

empresas cotadas que acolhem a recomendação relativa ao tratamento de opções na remuneração variável.

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

A recomendação que preconiza que a compensação estabelecida para qualquer forma de destituição sem justa causa de administrador não seja paga se a destituição é devida a desadequado desempenho do administrador, é das menos acolhidas no panorama do governo das sociedades em Portugal.

Com efeito, apenas 45% das empresas do PSI 20 a seguem, e entre as restantes empresas, as que não integram o PSI 20, este valor cai para 8,3%. Comparativamente a 2010, registamos uma melhoria no grau acolhimento nas empresas do PSI 20 que era apenas de 30%. Contudo, a situação piorou junto das outras empresas, em que a mesma percentagem era de 13% em 2010.

**45%** 30%

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

**25%** 20,9%

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

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

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

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

**88,2%** 72,2%

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

**86,8%** 75%

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

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

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

Todas as empresas do PSI 20 submetem à Assembleia Geral para aprovação a proposta relativa ao plano de atribuição de acções, e/ou de opções de aquisição de acções, a membros dos órgãos de administração, fiscalização e demais dirigentes.

Para as outras sociedades, não integrando o PSI 20, esta percentagem é de dois terços.

# 100%

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

# 90,9%

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

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

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

# 100%

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

# 100%

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

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

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

# 100%

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

# 100%

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

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

Todas as empresas do PSI 20 aprovam em Assembleia Geral os benefícios de reforma dos membros dos órgãos de administração, fiscalização e demais dirigentes.

No caso das outras sociedades cotadas, aquelas que não fazem parte do PSI 20, apenas metade segue esta recomendação.

# 100%

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

# 83,3%

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

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

Para 95% das empresas do PSI 20 e para 75% das outras sociedades cotadas, pelo menos um representante da comissão de remunerações está presente nas assembleias gerais de accionistas.

Em 2010, as percentagens correspondentes foram na mesma 95% no caso do PSI 20 e 78,3% para as outras empresas.

**95%** 95%

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

**84,1%** 86%

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

## 4.2.6 Conselho de Administração

### Delegação de Competências (II.2.1)

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

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

**88,9%** 88,9%

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

**83,3%** 80,5%

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre delegação de competências.

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

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

A recomendação que proíbe a delegação da definição da estratégia e das políticas gerais da sociedade é objecto de adesão por 85,7% das empresas cotadas e por 88,9% das empresas do PSI 20.

**88,9%**

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

**85,7%**

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

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

Em 88,9% das empresas do PSI 20 e 92,9% de todas as sociedades cotadas, o Conselho de Administração não delega a definição da estrutura empresarial do grupo.

**88,9%**

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

**92,9%**

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

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

Em 83,3% das empresas do PSI 20 e em 88,1% de todas as sociedades cotadas, o conselho de Administração não delega a tomada de decisões estratégicas.

**83,3%**

empresas PSI 20 que acolhem a recomendação sobre a não delegação de decisões estratégicas.

**88,1%**

empresas cotadas que acolhem a recomendação sobre a não delegação de decisões estratégicas.

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

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

**100%** 87,5%

empresas PSI 20 acolhem a recomendação que assegura a informação e independência dos membros não executivos.

**83,3%** 80%

empresas cotadas acolhem a recomendação que assegura a informação e independência dos membros não executivos.

## 4.2.7 Comissões Especializadas

Em 2010, as três recomendações a seguir mencionadas foram analisadas globalmente tendo sido obtidos os seguintes resultados: em 75% das empresas emitentes (dentro e fora do PSI 20) funcionavam as comissões necessárias para assegurar uma competente e independente avaliação do desempenho, reflectir e melhorar o sistema de governo adoptado, e identificar atempadamente potenciais candidatos ao desempenho de funções de administrador.

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

Em 75% das empresas do PSI 20 e em 79,2% das restantes empresas, funcionam as comissões necessárias para assegurar uma competente e independente avaliação do desempenho dos administradores executivos.

**75%**

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

**77,3%**

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

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

Em 84,1% das empresas emitentes e em 85% das do PSI 20 funcionam as comissões necessárias para reflectir e melhorar o sistema de governo adoptado.

**85%**

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

**84,1%**

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

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

Em 75% das empresas emitentes (dentro e fora do PSI 20), funcionam as comissões necessárias para identificar atempadamente potenciais candidatos ao desempenho de funções de administrador.

# 75%

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

# 75%

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

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

A recomendação que preconiza a independência dos membros da Comissão de Remunerações face aos membros do órgão de administração, incluindo pelo menos um membro com conhecimentos e experiência em matérias de política de remuneração, é seguida por 71,8% das empresas emitentes e por apenas 66,7% das empresas do PSI 20.

Observamos, assim, uma pior performance das empresas que integram o índice de referência do mercado português, que registam ainda uma evolução negativa face a 2010. Com efeito, em 2010 esta proporção era 71,8% nas empresas do PSI 20.

Assistimos em paralelo a uma tendência muito positiva das outras empresas, isto é daquelas que não integram o PSI 20, em que esta proporção sobe de 62,5% em 2010 para 75% em 2011.

# 66,7%

## 75%

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

# 71,8%

## 68,2%

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

### Prevenção de Conflitos de Interesses (II.5.3)

A recomendação que visa prevenir conflitos de interesse na determinação das remunerações, nomeadamente estipulando que não deve ser contratada para apoiar a Comissão de Remunerações quem preste ou tenha prestado, nos últimos três anos, serviços à sociedade, é acolhida por 95% das empresas do PSI 20 e por 91,7% das restantes empresas.

Os números correspondentes foram em 2010, 85% no caso das empresas do PSI 20 e 75% para as restantes empresas. De assinalar, portanto, uma melhoria significativa do grau de acolhimento geral desta recomendação.

**95%** 85%

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

**93,2%** 79,5%

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

## 4.3 Informação e Auditoria

### 4.3.1 Deveres Gerais de Informação

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

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

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

**100%** 100%

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

**97,7%** 97,7%

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

### Competências do Auditor Externo (III.1.4)

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

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

**90%** 85%

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

**84,1%** 72,7%

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

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

A recomendação segundo a qual a sociedade não deve contratar ao auditor externo um volume significativo de serviços diversos dos serviços de auditoria, é acolhida por 77,3% das empresas cotadas (85% no caso das empresas do PSI 20).

Em 2010, tinha sido acolhida por 65,9% das empresas cotadas (65% no caso das empresas do PSI 20). Mais uma vez, é de registar um maior acolhimento por parte de todas as empresas emitentes.

**85%** 65%

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

**77,3%** 65,9%

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

## 4.4. Alguns Comentários Finais

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

Com efeito, a recomendação segundo a qual não deve haver lugar a compensação na destituição sem justa causa de um administrador é apenas seguida por 45% das empresas do PSI 20 (30% em 2010) e por 8,3% das restantes empresas (13% em 2010).

Tal como em 2010, nenhuma destas últimas segue a recomendação relativa ao uso de opções na remuneração variável.

Também apenas 50% das outras empresas aprova em Assembleia Geral os benefícios de reforma dos membros dos órgãos de administração, fiscalização e demais dirigentes.

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

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

Estas percentagens eram respectivamente de dois terços e de um terço em 2010.

Concluimos, assim, que o grau de acolhimento desta recomendação não só é baixo, como piorou.

Constata-se ainda que, tal como em 2010, o acolhimento por parte das empresas que não pertencem ao PSI 20, é baixo no que respeita às recomendações quanto à selecção de candidatos a administradores não executi-

vos (16,7% de acolhimento em 2011 e 37,5% em 2010), remuneração dos administradores com funções executivas (47,8% de acolhimento em 2011 e 41,7% em 2010), regulamentos de funcionamento dos órgãos de administração e fiscalização e sua divulgação na internet (em que o grau de acolhimento varia entre 58,3% e 66,7% e foi 54,2% em 2010) e componentes a integrar nos sistemas internos de controlo e gestão de riscos (62,5% de acolhimento em 2011).

Pelo contrário, e ainda para estas empresas, o grau de acolhimento melhorou no que respeita às recomendações quanto às competências do auditor externo (79,2% de acolhimento em 2011 e apenas 62,5% em 2010) e política de comunicação de irregularidades (70,8% na comunicação interna e 66,7% no tratamento das comunicações em 2011, contra 62,5% de acolhimento conjunto em 2010).

Para as empresas do PSI 20, para além das recomendações já acima referidas, regista-se ainda um acolhimento baixo, tendo nalguns casos o grau de acolhimento piorado em relação a 2010, nas seguintes matérias: i) selecção de candidatos a administradores não executivos (61,1% de acolhimento em 2011 e 66,7% em 2010); ii) independência e competência dos membros da Comissão de Remunerações (66,7% de acolhimento em 2011 contra 75% em 2010) e (iii) medidas com vista a impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição (73,7% de acolhimento em 2011 *versus* 70% em 2010).

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

### 5.1. O Índice de Governo Societário Católica Lisbon/ AEM

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

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

De facto, tal como foi explicado anteriormente, apenas foram consideradas na construção do índice as recomendações do código português com paralelo em textos internacionais de referência. Dentro destas distinguem-se ainda como mais relevantes as recomendações com maior número de correspondências em *benchmarks* internacionais.

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

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

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

Da mesma forma, a alteração metodológica introduzida este ano no cálculo do índice, explicada em detalhe neste relatório, não permite a comparação dos valores obtidos para 2011 com os valores disponibilizados para 2010.

Para resolver esta limitação apresentam-se em Apêndice as estatísticas descritivas para o ano de 2011, calculadas usando a metodologia considerada em 2010, de modo a permitir uma análise da evolução temporal do acolhimento das práticas relevantes de governo societário.

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

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

Na tabela seguinte, apresentam-se algumas estatísticas descritivas da distribuição do Índice Católica Lisbon/AEM em 2011, para as 44 empresas consideradas, assim como para as empresas que integram o PSI 20.

	Todas as Empresas	Empresas no PSI 20
<b>Média</b>	9165	9478
<b>Variância</b>	347544	157593
<b>Desvio-padrão</b>	590	397
<b>Mediana</b>	9343	9615
<b>1.º Quartil</b>	8727	9364
<b>3.º Quartil</b>	9625	9774
<b>Intervalo Interquartil</b>	898	409
<b>Máximo</b>	10000	10000
<b>Mínimo</b>	7583	8607
<b>Intervalo de variação</b>	2417	1393
<b>Coeficiente de variação</b>	6%	4%
<b>Número de empresas</b>	44	20

Tabela 5.1 – O Índice Católica Lisbon/AEM 2011 – Estatísticas Descritivas

Em média, o grau de acolhimento ponderado das regras de governação com correspondência internacional pelas empresas portuguesas cotadas em 2011, apurado pelo índice, foi de 9.165.

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

Também para as 28 empresas associadas da AEM que integram o Relatório, o grau de acolhimento médio foi significativamente superior ao obtido para as empresas não associadas, 9.452 versus 8.663 pontos.

Quer para a totalidade das empresas cotadas, quer para as empresas do PSI 20, a mediana registou valores superiores à média, respectivamente 9.343 e 9.615.

Isto significa que para 50% das empresas cotadas o valor do índice foi superior a 9.343 e que para metade das empresas do PSI 20 o índice excedeu os 9.615 pontos.

Da comparação entre a mediana e a média constata-se que, quer para as 44 empresas consideradas, quer no subconjunto das 20 empresas do PSI 20, se verifica uma concentração das observações no lado direito da distribuição, o qual corresponde a valores mais altos.

Note-se que o mesmo é verdade para as empresas associadas da AEM que fazem parte do estudo; para estas a mediana foi de 9.572 pontos.

Os valores obtidos para o primeiro e terceiro quartis confirmam este resultado.

Com efeito, para 75% das 44 empresas consideradas o valor do índice foi superior a 8.727, estando para 25% das empresas o valor do índice acima de 9.625.

Para as empresas do PSI 20, em 75% dos casos o valor do índice ultrapassou os 9.364 pontos, e em 25% dos casos excedeu 9.774.

Para as 28 empresas associadas da AEM, o primeiro e o terceiro quartis foram, respectivamente, 9.263 e 9.755.

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

Com efeito, em 2011, o índice registou valores entre 7.583 e 10.000, o que implica um intervalo de variação de apenas 2.417 pontos.

O desvio padrão foi de 590, o que corresponde a um coeficiente de variação de 6%. Como se pode ver na Tabela 5.1, para as empresas do PSI 20 a dispersão é significativamente menor.

O mesmo sucede para as 28 empresas associadas da AEM.

Para as empresas do PSI 20, o índice registou valores entre 8.607 e 10.000.

O desvio padrão foi de 397, o que implica um coeficiente de variação de 4%.

Note-se que todas as empresas do PSI 20 são associadas pelo que os resultados para as empresas do PSI 20 e para as empresas associadas são muito semelhantes.

# 9165

Média do grau de acolhimento ponderado das regras de governação com correspondência internacional pelas empresas portuguesas cotadas em 2011.

# 9478

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

# 9343

Mediana do grau de acolhimento ponderado das regras de governação com correspondência internacional pelas empresas portuguesas cotadas em 2011.

# 9615

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

## 5.2. O Rating de Governo Societário Católica Lisbon/AEM

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

Resulta daqui uma contribuição adicional do presente Relatório, o qual para além da criação do Índice Católica Lisbon/AEM, apresenta um rating de observância/acolhimento das re-

comendações sobre o governo das sociedades em Portugal com correspondência internacional.

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

Rating	Classes	Número de Empresas	Percentagem de Empresas
<b>D</b>	inferior a 6850	0	0
<b>C</b>	6850 - 7300	0	0
<b>CC</b>	7300 - 7750	1	2,3 %
<b>B</b>	7750 - 8200	2	4,5 %
<b>BB</b>	8200 - 8650	7	15,9 %
<b>A</b>	8650 - 9100	7	15,9 %
<b>AA</b>	9100 - 9550	11	25,0 %
<b>AAA</b>	9550 - 10000	16	36,4 %

Tabela 5.2 – O Rating de Governo Societário Católica Lisbon/AEM 2011

Tal como na sua primeira edição, o estudo considerou uma divisão em 8 classes e, seguindo uma terminologia já consagrada, atribuiu-se a cada classe um rating que vai do triplo A a D.

Um rating de D corresponde a um grau de acolhimento muito deficiente e equivale à noção de *junk* existente noutros critérios. De realçar o facto de, para o ano de 2011, nenhuma empresa cotada cair nesta categoria.

Um valor de CC ou C corresponde a uma situação de sub-acolhimento das recomendações de governo societário.

Tal como se pode constatar na Tabela 5.2, apenas uma empresa aparece na categoria CC.

Nas categorias BB e B temos 20,4% das empresas e o índice pode tomar valores entre 7.750 e 8.650.

O grau de acolhimento aqui é considerado como médio-alto.

Para conseguir um rating de A o índice tem de exceder os 8.650 pontos, o que se observa para 77,3% das empresas cotadas.

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

Em 2011, 36,4% das empresas obtiveram essa notação, sendo esta a classe modal, isto é a classe com maior número de empresas.

Para uma melhor visualização da distribuição das empresas pelas classes de rating definidas, apresenta-se em baixo a representação gráfica correspondente.

A primeira constatação é que, tal como já evidenciado nas tabelas 5.1 e 5.2, a percentagem de empresas que regista situações de sub-acolhimento é reduzida.

Com efeito, não existem empresas nas classes D e C e apenas uma empresa se apresenta na classe CC, o que corresponde a 2,3% das empresas estudadas.

Outro resultado significativo é que 93,2% das empresas se encontram concentradas nas classes BB, A, AA e AAA.

De registar ainda o facto de nas duas classes de rating mais elevadas, AA e AAA, se encontrarem 61,4% das empresas cotadas.

Por outro lado, 34 empresas (77,3% do total) apresentam um rating maior ou igual a A.

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

Tal como explicado no ponto anterior sobre o Índice, a alteração metodológica introduzida este ano no cálculo do Rating, amplamente detalhada neste relatório, não permite a comparação dos valores obtidos para 2011 com os valores disponibilizados para 2010.

Assim, para resolver esta limitação, o Apêndice apresenta as classes de rating para o ano de 2011, calculadas usando a metodologia considerada em 2010, de modo a permitir uma análise da evolução temporal do acolhimento das práticas relevantes de governo societário.

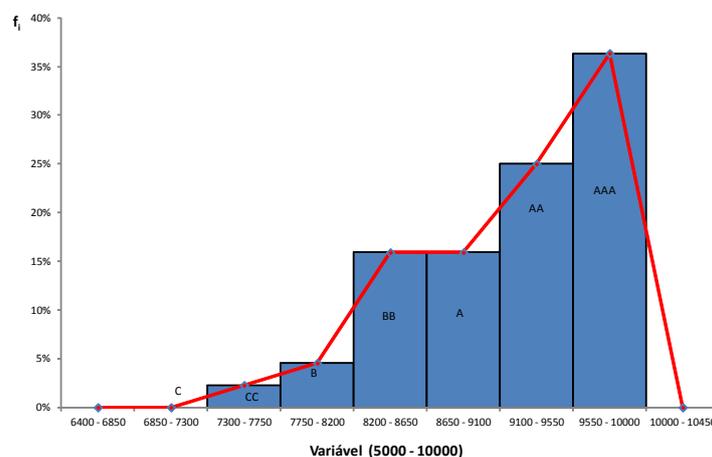


Figura 5.1 – Classes do Rating de Governo Societário Católica Lisbon/AEM 2011

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

Tendo nos capítulos anteriores sido elaborada uma descrição das práticas de *corporate governance* por parte das empresas incluídas no Relatório, e feita uma avaliação do nível de acolhimento das recomendações sobre o governo societário para cada uma delas, dando origem à construção do Índice e do Rating Católica Lisbon/AEM, visa-se agora no presente capítulo determinar que características das so-

iedades poderão explicar as diferenças no respectivo grau de acolhimento.

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

### 6.1. Características das Empresas

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

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

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

- capitalização bolsista, registada no mercado Euronext Lisbon a 31.12.2011 (este critério de dimensão é utilizado, por exemplo, pelo Financial Times no seu bem conhecido Directory “FT 1000”);

- volume de vendas (proveitos), reportado nos Relatórios Financeiros das empresas referentes ao exercício de 2011 (trata-se de um critério de dimensão utilizado por várias fontes, de que se destaca a Fortune nos seus Directories “Fortune 500” e “International Fortune 500”);

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

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

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

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

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

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

Para caracterizar a estrutura accionista, foi introduzida a variável *free float*. Esta variável traduz a parcela de capital representado em acções admitidas à negociação em mercado regulamentado que se encontra em circulação, ou seja, a percentagem do total de acções admitidas em bolsa que estão à disposição para livre negociação em mercado secundário. Para efeitos deste Relatório, o *free float* considerado foi o registado para cada empresa no mercado Euronext Lisbon, a 31.12.2011.

De acordo com as regras oficiais do índice PSI 20, Index Rule Book Version 11-02, publicado pela NYSE Euronext, e em vigor a partir de 1 de Junho de 2011, "*Free float is defined as the outstanding capital less shareholdings exceeding 5%, except where such interests are held by a. collective investment schemes/mutual funds or b. pension funds. In addition, certain insider holdings (e.g. shares held by directors, employees, founders and family), government holdings and holdings of the company itself (including subsidiaries) are not considered free float, irrespective of the size*" (pág.14).

Para medir a experiência de mercado de capitais, usou-se o número de anos em bolsa, isto é o tempo decorrente entre a data de dispersão inicial ou de oferta pública inicial de acções (IPO) de cada sociedade e o dia 31 de Dezembro de 2011.

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

No tocante à fiscalização, o modelo clássico comporta um conselho de administração, um conselho fiscal e um revisor oficial de contas (ROC) (esta descrição é dirigida ao universo empresarial objecto deste Relatório. Recorde-se que a inclusão de fiscal único, em substituição do conselho fiscal, e, bem assim, a possibilidade de o ROC integrar o conselho fiscal não são admitidas para as sociedades cotadas (artigo 278.º, n.º 3 e 413.º, n.º 2. a) do Código das Sociedades Comerciais). Para mais desenvolvimentos: Câmara, P. (2007), *Modelos de Governo das Sociedades Anónimas*, 197-258, *Reformas do Código das Sociedades*, ed. Almedina, 179-242); o modelo dualista prevê a existência de um conselho de administração executivo (*managing board*) e de um conselho geral e de supervisão (*supervisory board*), a que se adiciona um ROC; o modelo anglo-saxónico, por sua vez, contempla um conselho de administração, uma comissão de auditoria (*audit committee*) e um ROC.

Para além das sete variáveis pré-definidas, caracterizadas acima, foi ainda introduzida uma outra que distingue entre empresas que pertencem ao índice PSI 20 e empresas que não estão aí incluídas, figurando, portanto, no índice PSI Geral. Esta nova variável agrega duas características, a dimensão e a liquidez, de acordo com as regras oficiais de inclusão de uma sociedade no índice PSI 20 (*vide* PSI 20 Index Rule Book Version 11-02). Assim, cada uma das 20 empresas que integram o índice de referência do mercado português apresenta maiores capitalizações bolsistas e níveis mais elevados de liquidez do que as restantes 24 empresas incluídas no estudo.

## 6.2. Resultados Econométricos

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

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

Os resultados obtidos podem ser resumidos da seguinte forma:

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

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

(iii) Por oposição, encontra-se uma relação muito significativa em termos estatísticos entre o valor do índice do grau de acolhimento e o facto de uma empresa pertencer ou não ao índice PSI 20. Os resultados do estudo demonstram que uma empresa que integre o PSI 20 cumpre melhor as reco-

mendações de governo societário, correspondendo este factor a um acréscimo de 447 pontos no valor do índice de acolhimento individual. Este valor é muito semelhante ao obtido em 2010, de 443 pontos. Note-se, contudo, que a metodologia usada no cálculo dos índices individuais foi reformulada em 2011, não sendo, portanto, os dois exercícios de regressão directamente comparáveis.

(iv) Outro factor que se revelou explicativo do índice de governo societário foi a estrutura accionista. Com efeito, existe uma relação positiva, e muito significativa em termos estatísticos, entre a variável free-float e o índice de acolhimento. Na realidade, os dados revelam que quanto maior a percentagem de acções em livre circulação melhor o acolhimento das recomendações. As estimativas realizadas mostram que um acréscimo de um ponto percentual no free-float corresponde a um acréscimo de 13,01 pontos no índice de acolhimento das recomendações de governo societário das empresas. O valor obtido para 2010 era muito semelhante: 14,18 pontos.

(v) A escolha do modelo de governação também afecta o índice de acolhimento das recomendações de governo societário das empresas. Os dados do estudo revelam que, tal como encontrado em 2010, empresas que seguem o modelo anglo-saxónico tendem a acolher mais as recomendações.

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

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

(vii) Contudo a maioria das empresas do sector da construção tende a apresentar, no Relatório de 2011, índices de acolhimento individuais mais baixos dos que o das outras empresas. Tal como conjecturado, este resultado pode dever-se à maior exposição à crise económica sofrida por este sector.

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

lhimento das recomendações de governo societário.

Outro resultado muito interessante, e original em termos de evidência empírica revelada pela literatura neste domínio, é o facto de quanto maior a percentagem de acções em livre circulação em mercado secundário (free float) melhor é o grau de acolhimento por parte de uma empresa.

Em conjunto, estes dois resultados indicam que uma maior exposição ao mercado de capitais se traduz num melhor acolhimento do código de governação societário.

Considera-se que esta é uma importante conclusão do Relatório.

## 7. Conclusões Finais

### A.

O presente Relatório retoma a metodologia do estudo precedente, ao assentar numa abordagem inovatória para analisar o grau de acolhimento de recomendações constantes do Código de Governo das Sociedades, por parte das sociedades emitentes de acções admitidas à negociação no mercado Euronext Lisbon, segundo os relatórios de governo societário reportados a Dezembro de 2011.

Esta metodologia mantém-se alicerçada em cinco características essenciais:

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

### B.

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

### C.

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

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

Pode, por este motivo, afirmar-se que, em média, o grau de acolhimento das recomendações de governo societário por sociedades cotadas nacionais é bastante elevado.

## D.

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

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

A aplicação desta classificação de rating revelou resultados consistentes com os anteriores, situando-se apenas 2,3% das empresas analisadas nas classes mais baixas (D, CC e C).

Por seu turno, 77,3% das sociedades cotadas registam classificações de AAA a A.

Note-se, ainda, que mais de um terço das empresas (36,4%) obtém a classificação máxima AAA, um resultado muito satisfatório.

## E.

Uma comparação das práticas seguidas pelas empresas em 2011 com as do ano anterior, revela uma evolução positiva no grau de acolhimento de boas práticas de governo societário, pese embora os resultados dos dois estudos não serem directamente comparáveis por virtude de diferenças resultantes em observações empíricas plurianuais sobre o grau de adesão de recomendações.

Por forma a confirmar esta evolução positiva, realizaram-se, novamente, todos os cálculos de frequências e estatísticas descritivas para 2011 seguindo uma metodologia idêntica à utilizada em 2010, tendo os resultados sido inequívocos na demonstração de que as empresas melhoraram genericamente de um ano para o outro o grau de acolhimento de boas práticas.

## F.

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

De outro lado, apurou-se que quanto maior o free float, melhor é o grau de acolhimento por parte de uma empresa.

Estes dados confluem no sentido de que uma maior exposição ao mercado de capitais se traduz num melhor acolhimento do código de governação societário.

## G.

Reitera-se, a finalizar, que há implicações de política legislativa que podem ser retiradas do presente estudo – quanto ao direccionamento futuro do regime nacional sobre governo societário e o respectivo enforcement.

As implicações dos resultados expostos neste estudo podem mostrar-se redobradamente reveladoras no momento presente - em que se encontra em discussão, em Portugal, um código de governo societário de iniciativa privada e em que se inicia o processo de revisão das recomendações sobre o Código de Governo das Sociedades.

Realce-se, em particular, a evolução positiva da governação societária nacional, os indicadores quanto à densidade recomendatória, os inconvenientes das recomendações múltiplas e o sistema de fiscalização do grau de acolhimento dos códigos de governo.

A consistência destes dados, já documentados no estudo do ano passado, reforça a sua pertinência para serem atendidos em presentes e futuras reformas regulatórias e recomendatórias sobre o governo de sociedades cotadas.

# Lista das Sociedades Incluídas no Estudo

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

Banco BPI, S.A.

Banco Comercial Português, S.A.

Banco Espírito Santo, S.A.

Banif – S.G.P.S., S.A.

Brisa - Auto Estradas de Portugal, S.A.

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

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

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

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

EDP - Energias de Portugal, S.A.

EDP Renováveis, S.A.

Estoril Sol – S.G.P.S., S.A.

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

Fisipe - Fibras Sintéticas de Portugal, S.A.

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

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

Grupo Média Capital, S.G.P.S., S.A.

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

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

Imobiliária Construtora Grão Pará, S.A.

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

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

Jerónimo Martins – S.G.P.S., S.A.

Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, S.A.

Martifer – S.G.P.S., S.A.

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

Novabase – S.G.P.S., S.A.

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

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

Reditus – S.G.P.S., S.A.

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

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

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

Sociedade Comercial Orey Antunes, S.A.

Sonae – S.G.P.S., S.A.

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

Sonae Indústria, S.G.P.S., S.A.

SONAECOM – S.G.P.S., S.A.

Sumol + Compal, S.A.

Teixeira Duarte - Engenharia e Construções, S.A.

Toyota Caetano Portugal, S.A.

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

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

# O Índice e o Rating de Governo Societário Católica Lisbon/AEM em 2011 usando a metodologia de 2010

A alteração metodológica realizada no cálculo dos índices individuais em 2011, explicada no capítulo 3.4, apesar das vantagens que lhe estão associadas, também já apresentadas neste trabalho, introduziu um problema importante de comparabilidade entre os resultados obtidos para 2010 e 2011.

Com o objectivo de colmatar esta dificuldade, optou-se por calcular o Índice para 2011

utilizando a metodologia menos desagregada seguida em 2010.

Neste Anexo, apresenta-se o resultado de um tal exercício e comparam-se os resultados de 2011, calculados com a desagregação de 2010, com os de 2010.

Antes de mais, apresentam-se as estatísticas descritivas.

	Todas as Empresas	Empresas no PSI 20
<b>Média</b>	9084	9433
<b>Variância</b>	398682	209097
<b>Desvio-padrão</b>	631	457
<b>Mediana</b>	9190	9601
<b>1.º Quartil</b>	8587	9284
<b>3.º Quartil</b>	9625	9771
<b>Intervalo Interquartil</b>	1038	487
<b>Máximo</b>	10000	10000
<b>Mínimo</b>	7583	8270
<b>Intervalo de variação</b>	2417	1730
<b>Coefficiente de variação</b>	7%	5%
<b>Número de empresas</b>	44	20

Índice Católica Lisbon/AEM 2011 – Estatísticas Descritivas (agregação de 2010)

Comparando os resultados de 2011, calculados com a desagregação de 2010, com os de 2010, pode imediatamente concluir-se que o grau de acolhimento das recomendações de governo societário pelas empresas emitentes melhorou significativamente entre 2010 e 2011.

Tal é patente na média do Índice que sobe de 8.920 para 9.084, e de 9.337 para 9.433, no caso das empresas do PSI 20.

A mediana também aumenta de 9.070 para 9.170, e de 9.425 para 9.601 no caso das empresas do PSI 20, que, tal como esperado, em média registam graus de acolhimento mais elevados.

	Todas as Empresas	Empresas no PSI 20
<b>Média</b>	8920	9337
<b>Variância</b>	523649	171937
<b>Desvio-padrão</b>	724	415
<b>Mediana</b>	9070	9425
<b>1.º Quartil</b>	8626	9070
<b>3.º Quartil</b>	9452	9668
<b>Intervalo Interquartil</b>	827	598
<b>Máximo</b>	9816	9816
<b>Mínimo</b>	7244	8345
<b>Intervalo de variação</b>	2571	1471
<b>Coeficiente de variação</b>	8%	4%
<b>Número de empresas</b>	44	20

Índice Católica Lisbon/ AEM 2010 – Estatísticas Descritivas

Olhando agora para a dispersão, verifica-se que esta diminuiu para o total das empresas, mas aumentou no caso das empresas do PSI 20.

De seguida, apresenta-se o agrupamento das empresas em classes de grau de acolhimento, construindo, assim, um Rating de Governo Societário para 2011, a partir de valores individuais do Índice calculados usando a metodologia de 2010. Para efeitos de comparação, reproduzem-se também os resultados de 2010.

De realçar o facto de ter diminuído o número de empresas nas categorias de acolhimento mais baixo. De facto, o número de empresas em situação de sub-acolhimento cai de 5 para 2. Outra alteração importante é a de ter quase duplicado o número de empresas com um rating de AAA, que passa de 8 para 15. A classe modal, isto é, a classe com maior número de empresas, desloca-se, assim, para a direita, sendo actualmente a classe de rating AAA, com 34,1% das empresas.

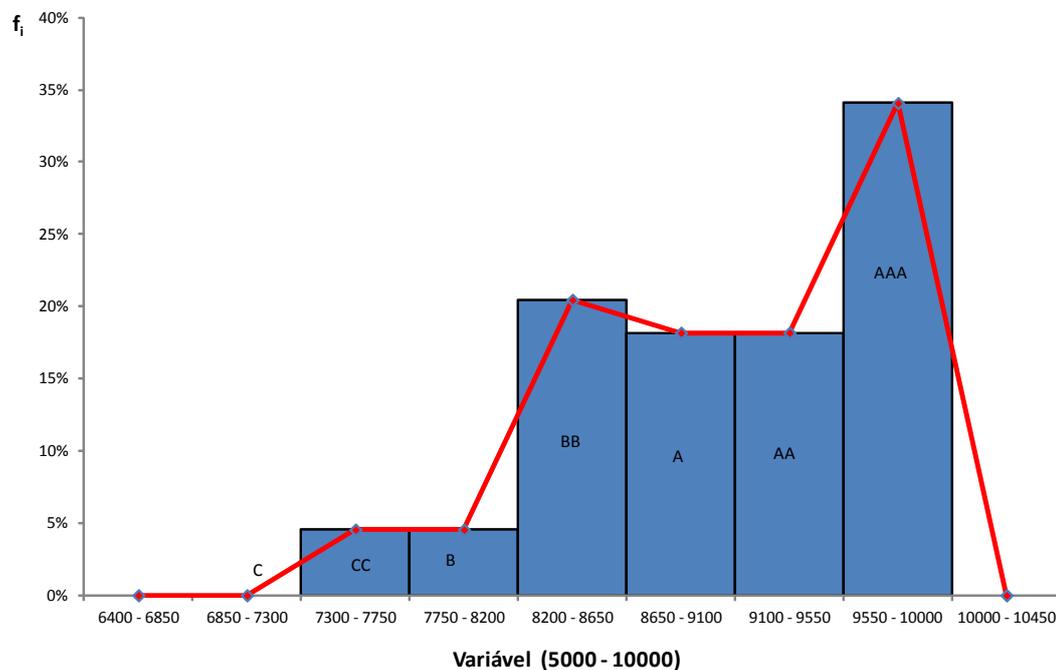
Rating	Classes	Número de Empresas	Percentagem de Empresas
<b>D</b>	inferior a 6850	0	0
<b>C</b>	6850 - 7300	0	0
<b>CC</b>	7300 - 7750	2	4,5 %
<b>B</b>	7750 - 8200	2	4,5 %
<b>BB</b>	8200 - 8650	9	20.5%
<b>A</b>	8650 - 9100	8	18,2 %
<b>AA</b>	9100 - 9550	8	18,2 %
<b>AAA</b>	9550 - 10000	15	34.1%

O Rating de Governo Societário Católica Lisbon/ AEM 2011 (agregação de 2010)

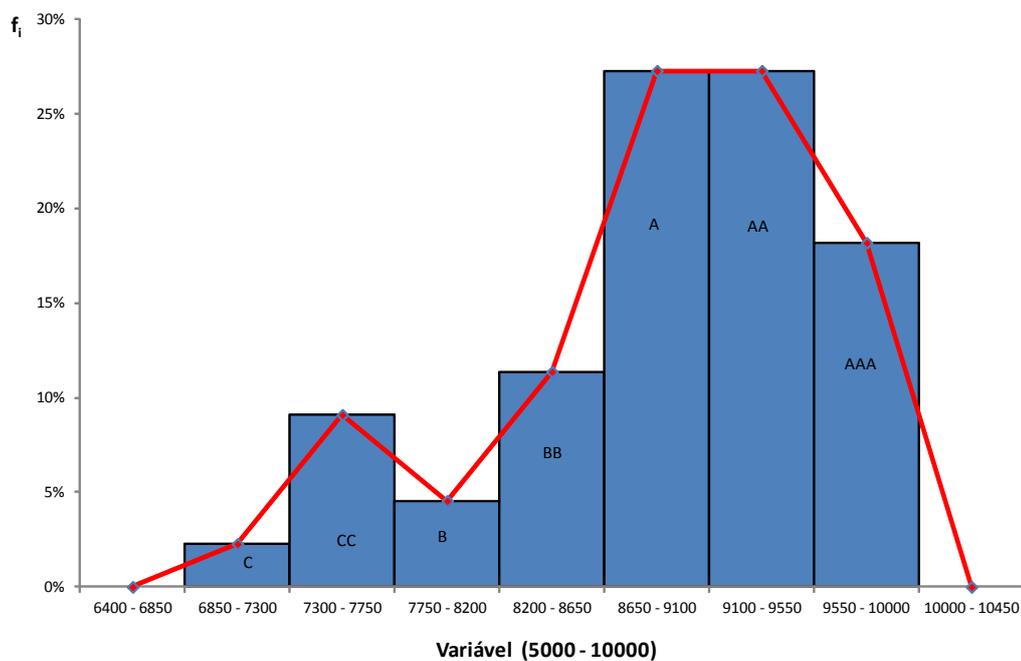
Rating	Classes	Número de Empresas	Percentagem de Empresas
<b>D</b>	inferior a 6850	0	0
<b>C</b>	6850 - 7300	1	2,3 %
<b>CC</b>	7300 - 7750	4	9,1 %
<b>B</b>	7750 - 8200	2	4,5 %
<b>BB</b>	8200 - 8650	5	11,4 %
<b>A</b>	8650 - 9100	12	27,3 %
<b>AA</b>	9100 - 9550	12	27,3 %
<b>AAA</b>	9550 - 10000	8	18,2 %

O Rating de Governo Societário Católica Lisbon/ AEM 2010

Para uma melhor visualização da distribuição das empresas pelas classes de rating definidas, apresenta-se de seguida a representação gráfica correspondente.



Classes de Rating 2011 (agregação de 2010)



Classes de Rating 2010

# Resultados da Estimação Econométrica

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

$$IND_i = \beta_1 + \beta_2 PSI + \beta_3 PSI_i + \beta_4 FF_i + \beta_5 AS_i + \beta_6 HC1_i + e_i$$

em que PSI é uma variável qualitativa que indica que a empresa a pertence ao PSI 20, FF representa o free-float, AS é uma variável qualitativa que indica que o modelo de governação adoptado pela empresa é o modelo anglo-saxónico e HC1 é uma variável qualitativa usada para identificar as empresas construtoras com pior performance.

O modelo acima apresentado foi estimado pelo método dos mínimos quadrados usando dados para a amostra de 44 empresas incluídas no estudo. A escolha deste método foi validada pelos testes de endogeneidade realizados.

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

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

```

Equation 1
=====
Method of estimation = Ordinary Least Squares

Dependent variable: IND
Current sample: 1 to 44
Number of observations: 44

Mean of dep. var. = 9165.48          LM het. test = 2.54255 [.111]
Std. dev. of dep. var. = 596.344      Durbin-Watson = 1.70634 [<.352]
Sum of squared residuals = .555605E+07  Jarque-Bera test = .201610 [.904]
Variance of residuals = 142463.        Ramsey's RESET2 = 2.09940 [.156]
Std. error of regression = 377.442     F (zero slopes) = 17.0849 [.000]
R-squared = .636668                   Schwarz B.I.C. = 330.310
Adjusted R-squared = .599403           Log likelihood = -320.850

Variable      Estimated      Standard
Coefficient   Error          t-statistic   P-value
C             8762.02       108.868      80.4831      [.000]
PSI          334.378       129.001      2.59205      [.013]
FF           7.16529       3.26131      2.19706      [.034]
AS           404.493       138.299      2.92478      [.006]
HC1         -1031.35      229.008     -4.50357     [.000]

```

# Bibliografia Relevante

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- Cordeiro, A. Menezes (2007), “Governo das Sociedades: A flexibilização da Dogmática Continental”, em Homenagem da Faculdade de Direito de Lisboa ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles, 90 Anos, 91-103.
- Davies, Paul L./ Hopt, Klaus J./ Ferrarini, Guido A./ Pietrancosta, Alain/ Skog, Rolf Skog/ Soltysinski, Stanislaw/ Winter, Jaap W/ Wymeersch, Eddy O. (2011), European Company Law Experts' Response to the European Commission's Green Paper 'The EU Corporate Governance Framework', disponível em <http://ssrn.com/abstract=1912548>
- De Cleyn, Sven H. (2008) “Compliance of Companies with Corporate Governance Codes: Case Study on Listed Belgian SMEs”. Journal of Business Systems, Governance and Ethics, Vol. 3 No. 1.
- Kohl, Christian R. G./ Rapp, Marc Steffen/ Wolff, Michael (2011), “Kodexakzeptanz 2011: Analyse Der Entsprechenserklärungen Zum Deutschen Corporate Governance Kodex”, Der Aufsichtsrat, 2011.
- Larcker, David/ Brian Tayan (2011), “Corporate Governance Ratings” in Corporate Governance Matters – A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences, FT Press, New Jersey
- MacNeil, Iain/ Li, Xiao (2005), “Comply or Explain: Market Discipline and Non-Compliance with the Combined Code”, disponível em <http://ssrn.com/abstract=726664>.
- OECD/ Corporate Governance Committee (2011), “Peer Review. Board Practices: Incentives and Governing Risks”.
- Riskmetrics (2009), “Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States”.
- Seibert, U. (1999), “OECD Principles of Corporate Governance – Grundsätze der Unternehmensführung und -kontrolle für die Welt”, AG 8/99, 337-339.

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

Governo das Sociedades em Portugal 2012

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

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

Novembro de 2012

Todos os Direitos Reservados

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

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

AEM - Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado

[www.emitentes.pt](http://www.emitentes.pt)