

PT

PT

PT



COMISSÃO EUROPEIA

Bruxelas, 5.4.2011
COM(2011) 164 final

LIVRO VERDE

O quadro da UE do governo das sociedades

LIVRO VERDE

O quadro da UE do governo das sociedades

(Texto relevante para efeitos do EEE)

Recentemente, a Comissão reiterou o seu empenhamento em assegurar um mercado único forte e próspero reorientado para os cidadãos e que recupera a sua confiança. Como afirma na sua comunicação intitulada *Um Acto para o Mercado Único*, «É fundamental as empresas europeias darem provas da maior responsabilidade quer em relação aos seus trabalhadores e aos seus accionistas quer à sociedade em geral»¹. O governo das sociedades e a responsabilidade social das empresas são elementos fundamentais para construir a confiança das pessoas no mercado único. Contribuem igualmente para reforçar a competitividade das empresas europeias, dado que as empresas bem geridas e sustentáveis estão em melhor posição de contribuir para as ambiciosas metas de crescimento definidas pela «Agenda 2020»². No domínio da responsabilidade social das empresas, a Comissão lançou já uma consulta pública sobre a divulgação de informações não financeiras pelas empresas³ e apresentará uma nova iniciativa política no decurso deste ano, para abordar questões relacionadas com os desafios da sociedade que as empresas enfrentam.

No seu comunicado de 5 de Setembro de 2009, os ministros das Finanças e governadores dos bancos centrais do G20 salientaram que era necessário tomar medidas para assegurar um crescimento sustentável e estabelecer um sistema financeiro internacional mais sólido. O governo das sociedades é um dos meios para combater as práticas nocivas que são a visão de curto prazo e a assunção de riscos excessivos⁴. O objectivo do presente Livro Verde é avaliar a eficácia do actual enquadramento do governo das sociedades para as empresas europeias, tendo em conta o exposto.

O governo das sociedades é tradicionalmente definido como o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas⁵, bem como um conjunto de relações entre a gestão de uma empresa, o seu conselho de administração, os seus accionistas e outras partes interessadas⁶. O enquadramento do governo das sociedades para as empresas cotadas em bolsa, na União Europeia, é uma combinação de legislação e de normas não vinculativas, incluindo

¹ Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões, «Um Acto para o Mercado Único - Para uma economia social de mercado altamente competitiva» - COM(2010) 608 final/2, p. 27.

² Ver as conclusões do Conselho Europeu de 17 de Junho de 2010, que podem ser consultadas no seguinte endereço:

http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ec/115346.pdf.

³ A consulta sobre a «divulgação de informações não financeiras pelas empresas» terminou em Janeiro de 2011; ver http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/non-financial_reporting_en.htm.

⁴ Ver ainda, por exemplo, o documento da OCDE *Corporate Governance and the Financial Crisis - Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, de Fevereiro de 2010.

⁵ *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* (Relatório da Comissão sobre os aspectos financeiros do governo das sociedades – *Cadbury Report*), 1992, p. 15: <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

⁶ *OECD Principles of Corporate Governance*, 2004, p. 1: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

recomendações⁷ e códigos de governo das sociedades. Embora os códigos de governo das sociedades sejam adoptados a nível nacional, a Directiva 2006/46/CE promove a sua aplicação, exigindo que as sociedades cotadas remetam, na sua declaração sobre o governo da sociedade, para um código e que indiquem a aplicação que fazem do mesmo código, numa base de «cumprir ou explicar»⁸.

No sentido de identificar as questões mais importantes para um bom governo das sociedades na UE e elaborar o presente Livro Verde, a Comissão realizou entrevistas com uma amostra de empresas dos diversos Estados-Membros e de vários sectores económicos, com diferentes níveis de capitalização e estruturas de participação. A Comissão também realizou reuniões com peritos em governo das sociedades e com representantes da comunidade de investidores e da sociedade civil. Algumas questões importantes já tinham surgido no contexto do Livro Verde «O governo das sociedades nas instituições financeiras e as políticas de remuneração»⁹, adoptado em Junho de 2010. Por exemplo, a participação dos accionistas é importante não só para as instituições financeiras, mas para as empresas em geral¹⁰. No entanto, as instituições financeiras são um caso especial, devido às dificuldades específicas em assegurar uma gestão eficaz dos riscos e aos riscos sistémicos que estes podem representar para o sistema financeiro. Por isso, as soluções previstas no Livro Verde de Junho de 2010 podem não ser relevantes para as empresas da UE, em geral. Por conseguinte, o presente Livro Verde aborda os seguintes três temas, que estão no centro de um bom governo das sociedades:

- O conselho de administração – são necessários conselhos de administração com elevados níveis de desempenho e eficazes para desafiar os órgãos executivos. Isto significa que os conselhos de administração necessitam de membros não executivos com diversos pontos de vista, qualificações e experiência profissional adequada. Esses membros devem, além disso, estar dispostos a investir tempo suficiente nas actividades do conselho de administração. O papel de presidente do conselho de administração é particularmente importante, tal como o são as responsabilidades em matéria de gestão de riscos.
- Accionistas - o enquadramento do governo das sociedades baseia-se no princípio de que os accionistas estabelecem contactos com as empresas e responsabilizam a direcção pelo respectivo desempenho. No entanto, há indicações de que a maior parte dos accionistas é passiva e frequentemente se interessa apenas por lucros a curto prazo. Parece, pois, oportuno considerar a possibilidade de mais accionistas serem incentivados a interessar-se por um retorno sustentável e pelo desempenho a longo prazo, bem como formas de os incentivar a serem mais activos em matéria de governo das sociedades. Além disso, em diferentes estruturas de participação existem outras questões, como a protecção dos accionistas minoritários.

⁷ No anexo 2 pode ser consultada uma lista de medidas da UE no domínio do governo das sociedades.

⁸ Esta abordagem significa que uma empresa que decida não aplicar um código de governo das sociedades tem de explicar quais as partes do código que não cumpriu e as razões que a levaram a esse desvio.

⁹ COM(2010) 284 final. Ver ainda apresentação da síntese das respostas — *Summary of responses to the Commission Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions*, que pode ser consultada em:

¹⁰ http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/governance/feedback_statement_en.pdf.

Ver Livro Verde supramencionado, pontos 3.5 e 5.5.

- Como aplicar a chamada abordagem «cumprir ou explicar» em que assenta o quadro da UE do governo das sociedades. Um estudo recente¹¹ revelou que a qualidade informativa das explicações publicadas pelas empresas que se desviam das recomendações dos códigos de governo das sociedades não é, na maioria dos casos, satisfatória e que, em muitos Estados-Membros, o acompanhamento da aplicação dos códigos é insuficiente. Por isso, é oportuno analisar as possibilidades de melhoria desta situação.

Duas questões preliminares também merecem consideração.

Em primeiro lugar, as regras europeias em matéria de governo das sociedades aplicam-se às sociedades «cotadas» (ou seja, as sociedades que emitem acções admitidas à negociação num mercado regulamentado). De um modo geral, não fazem uma distinção de acordo com a dimensão¹² ou a natureza da empresa. Alguns Estados-Membros, porém, dispõem de códigos de governo das sociedades específicos adequados às pequenas e médias empresas cotadas¹³, por exemplo, em que o accionista maioritário pode igualmente cumular esta função com a de director. Esses códigos incluem recomendações que reflectem a dimensão e a estrutura da empresa e que são, por conseguinte, menos complexos para aplicação pelas pequenas empresas. Noutros Estados-Membros, os códigos concebidos para todas as sociedades cotadas apresentam certas disposições adaptadas às sociedades mais pequenas¹⁴. Assim, a questão é de saber se a UE deve adoptar uma abordagem diferenciada e qual a melhor maneira de ter em consideração as potenciais dificuldades de aplicação de certas práticas de governo das sociedades em toda a gama de tipos e dimensões de empresas¹⁵.

Em segundo lugar, um bom governo das sociedades pode também ser importante para os accionistas de empresas não cotadas. Embora certas questões relativas ao governo das sociedades já sejam abrangidas pelas normas do direito das sociedades aplicáveis às empresas privadas, muitas áreas não estão abrangidas. Poderá ser necessário incentivar orientações neste domínio para as empresas não cotadas: um governo adequado e eficaz também é importante para as sociedades não cotadas, especialmente tendo em conta a importância económica de determinadas sociedades de grande dimensão não cotadas. Ademais, a imposição de encargos excessivos às empresas cotadas pode tornar menos atraente a cotação em bolsa de valores. No entanto, os princípios concebidos para as sociedades cotadas não podem simplesmente ser transpostos para as sociedades não cotadas, uma vez que os desafios que estas enfrentam são muito diferentes. Já foram elaborados alguns códigos voluntários,

¹¹ *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, que pode ser consultado em http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf.

¹² Mas existem excepções, por exemplo, o artigo 41.º, n.º 1, segundo parágrafo, da Directiva 2006/43/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de Maio de 2006, relativa à revisão legal das contas anuais e consolidadas, que altera as Directivas 78/660/CEE e 83/349/CEE do Conselho e que revoga a Directiva 84/253/CEE do Conselho (JO L 157 de 9.6.2006, p. 87) autoriza os Estados-Membros a darem às PME que são sociedades cotadas a opção de não criar um comité de auditoria.

¹³ Ver, por exemplo, o *Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites*, de Dezembro de 2009, Middlednext, acessível em <http://www.middlednext.com/>.

¹⁴ Ver, por exemplo, o *UK Corporate Governance Code*, que pode ser consultado em <http://www.frc.org.uk/corporate/ukcgcode.cfm>.

¹⁵ A lógica da redução da carga que incide sobre as pequenas e médias empresas também está presente na análise em curso das directivas contabilísticas (Directivas 78/660/CEE e 83/349/CEE do Conselho), embora se dirija principalmente às empresas não cotadas, e no Livro Verde intitulado «Política de auditoria: as lições da crise», publicado em 2010 - COM(2010) 561 - disponível em http://www.cc.cec/sg_vista/cgi-bin/repository/getdoc/COMM_PDF_COM_2010_0561_F_PT_LIVRE_VERT.pdf.

havendo também iniciativas tomadas por organismos profissionais a nível europeu¹⁶ ou nacional¹⁷. Assim, a questão que se coloca é saber se é necessário tomar medidas a nível da UE em matéria de governo das sociedades para as sociedades não cotadas.

Perguntas:

- (1) As medidas de governo das sociedades na UE devem ter em conta a dimensão das sociedades cotadas? Como? Deve ser estabelecido um regime diferenciado e proporcionado para as pequenas e médias empresas cotadas? Nesse caso, quais as definições ou os limiares adequados? Em caso afirmativo, devem ser sugeridas formas de os adaptar às PME, se for caso disso, ao responder às perguntas abaixo.
- (2) Devem ser tomadas medidas a nível da UE em matéria de governo das sociedades para as empresas não cotadas? A UE deve centrar-se na promoção do desenvolvimento e da aplicação de códigos voluntários para as empresas não cotadas?

1. CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO

A expressão «conselho de administração» no presente Livro Verde refere-se essencialmente à função de supervisão exercida pelos administradores. Numa estrutura dual, esse papel geralmente cabe ao conselho de supervisão¹⁸. No sistema dual, o termo «administrador não executivo» inclui os membros do conselho de supervisão.

Os conselhos de administração têm um papel fundamental a desempenhar no desenvolvimento de empresas responsáveis. Em muitos aspectos, o papel desempenhado pelo presidente parece ter um impacto significativo no funcionamento do conselho de administração e no seu êxito. Tendo em conta este impacto, pode ser útil definir a posição e as responsabilidades do presidente do conselho de administração de forma mais clara.

Pergunta:

- (3) A UE deve procurar garantir uma divisão clara entre as funções e responsabilidades do presidente do conselho de administração e do director executivo?

Seguidamente, são analisados outros temas que merecem um escrutínio mais atento, com vista a permitir que os conselhos de administração contestem as decisões de gestão de forma eficaz.

¹⁶ *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*, da Confederação Europeia das Associações de Administradores (ecoDa), que pode ser consultado em http://www.ecoda.org/docs/ECODA_WEB.pdf.

¹⁷ Ver, por exemplo, na Bélgica, o *Buysse Code — Corporate governance recommendations for non-listed enterprises* (http://www.codebuysse.be/downloads/CodeBuysse_EN.pdf); na Finlândia, a iniciativa da Câmara de Comércio Central *Improving corporate governance of unlisted companies* (<http://www.keskuskauppakamari.fi/content/download/19529/421972>); no Reino Unido, *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK*, Institute of Directors (http://www.iod.com/MainWebsite/Resources/Document/corp_gov_guidance_and_principles_for_unlisted_companies_in_the_uk_final_1011.pdf).

¹⁸ O presente Livro Verde não tem qualquer incidência sobre as funções atribuídas aos diferentes órgãos sociais e à participação dos trabalhadores nos conselhos de administração, ao abrigo da legislação nacional.

1.1. Composição do conselho de administração

A composição do conselho de administração tem de se adequar às actividades da empresa. Os membros não executivos do conselho devem ser seleccionados com base num vasto conjunto de critérios, ou seja, mérito, qualificações profissionais, experiência, qualidades pessoais dos candidatos, independência e diversidade¹⁹.

A diversidade de perfis e formações dos membros confere ao conselho de administração um leque variado de valores, pontos de vista e competências²⁰. Pode conduzir a um maior volume de recursos e conhecimentos especializados. As diferentes experiências de liderança, os antecedentes nacionais ou regionais ou o género podem constituir um meio eficaz de prevenir o «pensamento de grupo» e gerar novas ideias. Maior diversidade conduz a um debate mais aprofundado, mais monitorização e mais desafios nas reuniões dos conselhos de administração. Potencialmente resulta em melhores decisões, mas obter essas decisões poderá levar mais tempo. Por conseguinte, o empenho e o apoio do presidente são indispensáveis.

1.1.1. Diversidade profissional

A diversidade de competências especializadas é considerada primordial para que os trabalhos do conselho de administração sejam eficazes. A diversidade de percursos profissionais é necessária para assegurar que o conselho de administração, no seu conjunto, compreende, por exemplo, a complexidade dos mercados mundiais, os objectivos financeiros da empresa e o impacto das actividades sobre os diferentes intervenientes, incluindo os trabalhadores. As empresas inquiridas pela Comissão reconheceram a importância de se identificarem perfis complementares na selecção dos membros do conselho de administração. Contudo, esta prática ainda não está generalizada. Por exemplo, 48 % dos conselhos de administração europeus não dispõem de um membro com um perfil de vendas ou marketing e 37 % dos comités de auditoria não incluem um director financeiro ou antigo director financeiro²¹.

Uma avaliação precisa das qualificações e competências especializadas é o factor mais importante na selecção de novos membros não executivos para os conselhos de administração. Por conseguinte, políticas de recrutamento que identifiquem com exactidão as competências exigidas pelo conselho de administração poderão contribuir para aumentar a sua capacidade para controlar a empresa de forma eficaz.

1.1.2. Diversidade internacional

Numa amostra de grandes empresas europeias cotadas, em média, 29 % dos membros do conselho de administração eram estrangeiros²². Existem, no entanto, grandes disparidades entre os países europeus. Enquanto os Países Baixos estão à frente com 54 %, apenas 8 % dos membros dos conselhos de administração na Alemanha eram não nacionais. Hoje em dia, uma em cada quatro grandes sociedades europeias cotadas não dispõe de membros estrangeiros no seu conselho de administração.

¹⁹ Cabe referir que alguns Estados-Membros prevêem regimes de participação dos trabalhadores nos conselhos de administração.

²⁰ «Enhancing stakeholder diversity in the Board room», série «The Erfurt meetings», n.º 1, Março de 2008, publicado por *European Citizens' Seminars e.V.* (Erfurt, Alemanha).

²¹ Heidrick & Struggles, *Corporate Governance Report 2009 — Boards in turbulent times*, usando um conjunto de 371 empresas de topo de 13 países, com base na bolsa de valores de referência.

²² Ver Heidrick & Struggles.

Algumas empresas sublinharam a importância da presença de membros estrangeiros no conselho de administração das sociedades internacionais, enquanto outras sublinharam as dificuldades decorrentes dos diferentes contextos culturais e linguísticos. Nas sociedades com membros estrangeiros no conselho de administração, verifica-se uma correspondência entre a sua presença regional e os seus administradores internacionais. O conhecimento dos mercados regionais é frequentemente referido como um factor essencial na escolha de candidatos estrangeiros para integrarem o conselho de administração.

1.1.3. *Diversidade de género*

A questão da diversidade de género na tomada de decisão económica é abordada de forma exaustiva pela Comissão, na sua «Estratégia para a igualdade entre homens e mulheres – 2010-2015» de Setembro de 2010²³ e no seguimento desta estratégia pela Comissão²⁴. De acordo com as conclusões da Comissão, a proporção de mulheres nos conselhos (de supervisão) das sociedades cotadas na UE é actualmente, em média, de 12 %²⁵. Há provas de que o aumento do número de mulheres titulares de diplomas universitários não produz alterações significativas a este respeito²⁶. Consequentemente, diversos Estados-Membros tomaram medidas para assegurar um equilíbrio entre homens e mulheres nos conselhos de administração ou têm projectos nesse sentido²⁷. Além disso, algumas empresas entrevistadas mencionaram que estes requisitos haviam contribuído para a profissionalização do processo de selecção.

A diversidade de género pode contribuir para prevenir o «pensamento de grupo». Existem igualmente indícios de que as mulheres têm estilos de liderança diferentes²⁸, participam mais frequentemente nas reuniões dos conselhos de administração²⁹ e têm um impacto positivo na inteligência colectiva de um grupo³⁰. Alguns estudos indicam que existe uma correlação positiva entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o desempenho das sociedades³¹, se bem que, para alguns estudos, o impacto global das mulheres sobre o desempenho das empresas seja mais atenuado³². Embora estes estudos não demonstrem qualquer nexo de causalidade, a correlação sublinha o interesse das empresas na participação equilibrada de homens e mulheres a nível da gestão e da tomada de decisão nas sociedades. Não obstante, a promoção de mulheres nos conselhos de administração tem um efeito positivo inegável: contribui para aumentar a reserva de talentos disponíveis para as funções de gestão e supervisão de uma sociedade ao mais alto nível. É por isso que a «Estratégia para a igualdade

²³ Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões, «Estratégia para a igualdade entre homens e mulheres - 2010-2015», COM(2010) 491 final.

²⁴ Mais pormenores no documento de trabalho da Comissão intitulado «The Gender Balance in Business Leadership», SEC(2011) 246.

²⁵ Comissão Europeia, Base de dados: homens e mulheres no processo de decisão:

<http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=764&langId=en>.

²⁶ *Women matter*, McKinsey & Company, 2007 e 2010.

²⁷ Ver documento de trabalho da Comissão referido supra.

²⁸ *Women matter*, McKinsey & Company, 2008.

²⁹ Adams e Ferreira «Women in the boardroom and their impact on governance and performance», in *Journal of Financial Economics* 94 (2009).

³⁰ Woolley, Chabris, Pentland, Hashmi e Malone, «Evidence for a Collective Intelligence Factor in the Performance of Human Groups», *Scienceexpress*, 30 de Setembro de 2010.

³¹ *Women matter*, McKinsey & Company, 2007; *Female Leadership and Firm Profitability*, *Finnish Business and Policy Forum* — EVA 2007; *The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity*, Catalyst 2004.

³² Ver Adams e Ferreira.

entre homens e mulheres» da Comissão frisa que, no decurso dos próximos cinco anos, a Comissão «ponderará a adopção de iniciativas específicas para melhorar o equilíbrio entre homens e mulheres na tomada de decisão».

Contudo, a introdução de medidas, como sejam quotas e objectivos, para assegurar a participação equilibrada de homens e mulheres nos conselhos de administração não é suficiente, se as empresas não adoptarem políticas de diversidade que contribuam para o equilíbrio entre a vida profissional e familiar para mulheres e homens e que incentivem, nomeadamente, o aconselhamento, a criação de redes e a formação adequada para os postos de gestão, essenciais para as mulheres que pretendam seguir uma carreira profissional que as torne elegíveis para os conselhos de administração. Embora a decisão sobre a introdução desta política de diversidade deva caber às empresas, os conselhos de administração devem, pelo menos, ser obrigados a examinar esta questão e a divulgar as decisões que tomarem. A Comissão analisará estas questões no contexto do seguimento da sua «Estratégia para a igualdade entre homens e mulheres – 2010-2015» de Setembro de 2010 e do presente Livro Verde.

Perguntas:

- (4) As políticas de recrutamento devem ser mais específicas sobre o perfil dos administradores, incluindo o presidente, a fim de garantir que dispõem de competências adequadas e que a composição do conselho de administração é adequadamente diversificada? Em caso afirmativo, qual a melhor forma de o conseguir e a que nível do governo (nacional, europeu ou internacional) se deve intervir?
- (5) As empresas cotadas devem ser obrigadas a divulgar se dispõem de uma política de diversidade? Em caso afirmativo, devem descrever os seus objectivos e os principais conteúdos e apresentar regularmente relatórios sobre os progressos efectuados?
- (6) As empresas cotadas devem ser obrigadas a assegurar um melhor equilíbrio entre homens e mulheres nos conselhos de administração? Em caso afirmativo, como?

1.2. Disponibilidade e tempo dedicado ao exercício das funções

O papel dos directores não executivos tem vindo a aumentar em complexidade e importância. Isso reflecte-se em alguns códigos nacionais de governo das sociedades e até mesmo na legislação. Os Estados-Membros têm procurado estabelecer o princípio de que os administradores não executivos devem dedicar tempo suficiente às suas funções. Alguns Estados-Membros vão mais longe ao recomendar ou limitar o número de mandatos que um membro do conselho de administração pode exercer.

A limitação do número de mandatos pode ser uma solução simples para garantir que os directores não executivos consagrem tempo suficiente ao acompanhamento e à supervisão das suas empresas específicas. Os limites terão de ter em conta a situação particular dos directores não executivos e da empresa em questão. Devem ter em consideração o facto de os mandatos serem exercidos em empresas fora do grupo ou não controladas pelo grupo³³, se a pessoa em

³³ «Empresa controlada», de acordo com a definição do artigo 2.º, n.º 1, alínea f), da Directiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Dezembro de 2004, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes

questão também exerce funções executivas, quer se trate de um mandato não executivo ordinário ou de uma presidência, bem como a existência de funções suplementares exercidas em órgãos de supervisão de empresas com requisitos semelhantes aos das empresas cotadas.

Pergunta:

(7) Considera que deve ser prevista uma acção a nível da UE no sentido de limitar o número de mandatos que um administrador não executivo pode deter? Em caso afirmativo, como deverá ser concebida essa limitação?

1.3. Avaliação do conselho de administração

A recomendação da Comissão, de 2005, relativa ao papel dos administradores não executivos ou membros do conselho de administração de sociedades cotadas³⁴, indicava que o conselho deve avaliar o seu desempenho anualmente. Nesse contexto, deve avaliar a sua composição, organização e funcionamento enquanto grupo, a competência e eficácia de cada membro do conselho de administração e das comissões criadas no âmbito do conselho, bem como a forma como o conselho desempenhou as suas funções face aos objectivos de desempenho estabelecidos.

O recurso regular a um facilitador externo (por exemplo, de três em três anos) pode melhorar as avaliações do conselho de administração, através da introdução de uma perspectiva objectiva e da partilha de melhores práticas provenientes de outras empresas³⁵. Todavia, aparentemente continua a existir apenas um número limitado de prestadores de serviços em alguns mercados nacionais. No entanto, é provável que um aumento da procura dê origem a uma melhor oferta.

Os dados recolhidos pela Comissão indicam que é especialmente em momentos de crise ou de ruptura de comunicação entre os membros do conselho de administração que um avaliador externo realmente traz um valor acrescentado à avaliação. A atitude do presidente face à avaliação parece ser um factor determinante para o seu sucesso.

Além dos elementos mencionados na recomendação da Comissão, a avaliação deve igualmente abranger a qualidade e a actualidade das informações enviadas pelo conselho de administração, a resposta da administração a pedidos de esclarecimento e o papel do presidente³⁶. Para incentivar a abertura, é necessário manter um certo grau de confidencialidade. Por isso, qualquer declaração de avaliação que seja divulgada deve limitar-se à explicação do processo de avaliação.

Pergunta:

cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado e que altera a Directiva 2001/34/CE. Ver também a relação entre empresa-mãe e filial, explicada no artigo 1.º da Directiva 83/349/CEE, relativa às contas consolidadas.

³⁴ Recomendação 2005/162/CE da Comissão, de 15 de Fevereiro de 2005, relativa ao papel dos administradores não executivos ou membros do conselho de supervisão de sociedades cotadas e aos comités do conselho de administração ou de supervisão.

³⁵ OCDE, *Corporate governance and the financial crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, de 24 de Fevereiro de 2010, p. 20.

³⁶ Ver Higgs, D., *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, Janeiro de 2003.

- | |
|--|
| (8) As sociedades cotadas devem ser incentivadas a efectuar uma avaliação externa regular (por exemplo, de três em três anos)? Em caso afirmativo, como? |
|--|

1.4. Remuneração dos administradores

O conceito de governo das sociedades centra-se essencialmente nos problemas que resultam da demarcação entre a propriedade e o controlo das empresas, em especial, as relações de tipo mandante-mandatário entre os accionistas e os administradores executivos. A remuneração dos administradores tem sido amplamente utilizada como instrumento para alinhar os interesses dos accionistas e dos directores executivos e, conseqüentemente, reduzir os custos de agência. Nos últimos anos, a componente variável da remuneração, geralmente ligada ao desempenho e às responsabilidades, tornou-se muito mais predominante. Contudo, também emergiu um desfasamento entre o desempenho e a remuneração dos administradores executivos. A existência de políticas de remuneração e/ou estruturas de incentivo deficientes pode levar a transferências de valor injustificadas para os administradores executivos em detrimento das sociedades, dos accionistas e de outras partes interessadas. Por outro lado, uma orientação para os critérios de desempenho a curto prazo pode ter uma influência negativa sobre a viabilidade a longo prazo da empresa.

A Comissão abordou os problemas relacionados com a remuneração dos administradores em três recomendações³⁷. As principais recomendações formuladas são a divulgação da política de remunerações e da remuneração individual dos administradores executivos e não executivos, o direito de voto dos accionistas em matéria de remuneração, um comité de remuneração independente e incentivos adequados que favoreçam o desempenho e a criação de valor a longo prazo por parte das empresas cotadas. Os relatórios da Comissão³⁸ mostram que diversos Estados-Membros não abordaram adequadamente essas questões. Por outro lado, parece existir uma tendência crescente entre os Estados-Membros para legislarem sobre a divulgação de informações e o direito de voto dos accionistas. Em 2009, o Fórum Europeu do Governo das Sociedades recomendou que a divulgação da política de remunerações e da remuneração individual fosse obrigatória para todas as empresas cotadas³⁹. Recomendou igualmente o voto vinculativo ou consultivo dos accionistas sobre a política de remuneração e uma maior independência dos administradores não executivos participantes na determinação da política de remuneração. A Comissão também procedeu a uma consulta sobre esta matéria em 2010, no Livro Verde sobre o governo das sociedades nas instituições financeiras⁴⁰. O objectivo da consulta no âmbito do presente Livro Verde consiste em obter reacções no que se refere às questões adiante detalhadas.

Perguntas:

- | |
|---|
| (9) A divulgação de informações sobre a política de remunerações, do relatório anual sobre remunerações (relatório sobre a forma como a política de remuneração foi |
|---|

³⁷ Recomendações 2004/913/CE, 2005/162/CE e 2009/385/CE da Comissão.

³⁸ Relatórios da Comissão, SEC(2007) 1022 e (2010) 285.

³⁹ Declaração do Fórum Europeu do Governo das Sociedades, de 23 de Março de 2009.

⁴⁰ Ver resposta à pergunta 7.1. Os participantes na consulta foram, em geral, da opinião que os incentivos para os administradores devem ser devidamente estruturados, por forma a incentivar o desempenho sustentável e a longo prazo das empresas. Contudo, a maioria opôs-se à adopção de medidas legislativas no que se refere às estruturas de remuneração das empresas cotadas. Não obstante, alguns inquiridos mencionaram que gostariam de ver maior transparência nas políticas de remuneração dos administradores de empresas cotadas e um voto dos accionistas nesta matéria.

aplicada no ano anterior) e da remuneração individual dos administradores executivos e não executivos deve ser obrigatória?

- (10) Deve ser obrigatório submeter a política de remuneração e o relatório sobre remunerações a uma votação pelos accionistas?

1.5. Gestão de riscos

Todas as empresas, independentemente dos seus domínios de actividade específicos, têm de fazer face a uma grande variedade de riscos externos ou internos. De acordo com as suas especificidades (domínio de actividade, dimensão, visibilidade internacional, complexidade), devem desenvolver uma cultura de risco adequada e organizarem-se para os gerir eficazmente. Algumas empresas podem fazer face a riscos que afectam significativamente o conjunto da sociedade: riscos associados às alterações climáticas⁴¹, riscos para o ambiente (por exemplo, os muitos e dramáticos derrames de crude a que se assistiu nas últimas décadas), para a saúde, a segurança, os direitos humanos, etc. Outras operam infra-estruturas fundamentais, cuja perturbação ou destruição poderia ter graves repercussões transfronteiras⁴². No entanto, as actividades que potencialmente poderão gerar tais riscos são objecto de legislação sectorial específica e de vigilância pelas autoridades competentes. Assim, tendo em conta a diversidade das situações, não parece possível propor um modelo de gestão de riscos «tamanho único» para todos os tipos de empresas. No entanto, é essencial que a Comissão assegure uma adequada supervisão dos processos de gestão de riscos.

Para ser eficaz e coerente, qualquer política de riscos tem de ser claramente definida ao mais alto nível, ou seja, decidida pelo conselho de administração para toda a organização. É geralmente reconhecido⁴³ que o conselho de administração assume a responsabilidade primária pela definição do perfil de risco de uma dada organização, de acordo com a estratégia adoptada, e pelo acompanhamento adequado, a fim de garantir o seu funcionamento eficaz.

Alguns aspectos podem ser diferentes devido à diversidade de enquadramentos jurídicos em vigor, por exemplo a estrutura dupla ou unitária do conselho de administração. Em cada caso, é indispensável definir claramente os papéis e as responsabilidades de todas as partes implicadas no processo de gestão dos riscos: o conselho, a gestão executiva e todos os efectivos operacionais implicados na gestão dos riscos. As descrições das funções devem ser conhecidas, tanto a nível interno como externo.

Perguntas:

- (11) Concorda que o conselho de administração deve aprovar e assumir a responsabilidade pela apetência da empresa pelo risco e comunicá-lo de forma útil aos accionistas? Estas disposições de divulgação de informações devem incluir igualmente os riscos essenciais que a empresa pode fazer pesar na sociedade?

⁴¹ Por exemplo, resistência dos investimentos da empresa às alterações climáticas, consequências financeiras ou outras da regulamentação relativa às emissões de gases com efeito de estufa.

⁴² Página Web da UE sobre «protecção de infra-estruturas fundamentais»:
http://europa.eu/legislation_summaries/justice_freedom_security/fight_against_terrorism/jl0013_en.htm.

⁴³ A partir de entrevistas da Comissão.

(12) Concorda que o conselho de administração deve garantir que os mecanismos de gestão dos riscos são eficazes e adequados ao perfil de risco da empresa?

2. ACCIONISTAS

O papel dos accionistas no governo das sociedades foi abordado no Livro Verde sobre o governo das sociedades nas instituições financeiras, publicado em Junho de 2010.

O Livro Verde de Junho de 2010 considerou que a falta de interesse relativa dos accionistas na gestão das instituições financeiras contribuía para a desresponsabilização e pode ter facilitado a assunção de riscos excessivos por parte das instituições financeiras. Constatou-se que, em muitos casos, os accionistas consideravam que os lucros esperados da assunção desses riscos valiam a pena e, portanto, implicitamente apoiaram a assunção de riscos excessivos, especialmente através de um importante efeito de alavanca. Isso deve-se ao facto de os accionistas poderem tirar o máximo partido das vantagens dessa estratégia, participando nas perdas apenas até o valor do capital social chegar a zero, após o que outras perdas serão suportadas pelos credores (conhecido como «responsabilidade limitada» dos accionistas).

O comportamento dos accionistas nas instituições financeiras relativamente à assunção de riscos excessivos pode ser um caso especial, em virtude da complexidade e da difícil compreensão das operações dessas instituições. No entanto, os dados recolhidos durante a preparação do presente Livro Verde sugerem que as conclusões do Livro Verde de 2010 sobre a falta de participação dos accionistas e os motivos para tal são, em grande medida, igualmente importantes relativamente ao comportamento dos accionistas de sociedades cotadas com estrutura accionista dispersa. Nas empresas em que existe um accionista com uma posição dominante ou com uma participação de controlo, os principais desafios parecem residir em assegurar que os interesses (económicos) dos accionistas minoritários são protegidos de forma adequada. Além disso, os accionistas minoritários que estiverem dispostos a cooperar com as empresas também poderão ser confrontados com as dificuldades a seguir enunciadas.

2.1. Falta de participação adequada dos accionistas

A participação dos accionistas é vista geralmente como um controlo activo das empresas, estabelecendo um diálogo com o conselho de administração, e utilização do direito de voto, incluindo a votação e a cooperação com outros accionistas, se necessário para melhorar o governo da empresa beneficiária, no interesse da criação de valor a longo prazo. Embora a participação dos investidores a curto prazo possa ter um efeito positivo⁴⁴, a noção de participação é geralmente entendida como uma actividade que melhora os benefícios a longo prazo para os accionistas⁴⁵. Por conseguinte, a Comissão considera que são sobretudo os investidores a longo prazo⁴⁶ que têm interesse na participação.

⁴⁴ Por exemplo, a participação dos típicos investidores institucionais com uma orientação para o curto prazo, como os *hedge funds* «activistas», pode ser benéfica, na medida em que pode funcionar como um catalisador para a mudança em matéria de governo e sensibilizar os outros accionistas.

⁴⁵ Ver o «Stewardship Code» do Reino Unido.

⁴⁶ Os investidores com obrigações a longo prazo para os beneficiários, como os fundos de pensões, as companhias de seguros de vida, os fundos de reserva para as pensões dos regimes gerais e os fundos soberanos.

Algumas das razões para a falta de participação dos accionistas foram apresentadas no Livro Verde de 2010 e não serão aqui repetidas. Algumas dessas razões, como o custo da participação, a dificuldade de avaliar a rentabilidade da participação e a incerteza quanto aos seus resultados, incluindo o comportamento de «oportunismo», parecem ter algum impacto na maioria dos investidores institucionais⁴⁷. No Livro Verde de 2010, a Comissão perguntava também se os investidores institucionais, incluindo os proprietários e gestores de activos, deviam ser obrigados a publicar as suas políticas de voto e as suas declarações de voto. A grande maioria dos inquiridos mostrou-se a favor desta regra. Consideraram que a divulgação pública deveria melhorar o conhecimento dos investidores, otimizar as decisões de investimento pelos investidores finais, facilitar o diálogo dos emitentes com os investidores e encorajar a participação dos accionistas. Uma das opções actualmente consideradas pela Comissão seria, pois, um quadro para a transparência das políticas de voto e a divulgação de informações de carácter geral sobre a sua aplicação, respeitando a igualdade de tratamento dos accionistas.

2.2. Visão de curto prazo dos mercados de capitais

Os grandes progressos nos mercados de capitais nas últimas décadas, incluindo a inovação em termos de produtos inovadores e a evolução tecnológica, incidiram sobretudo na função negocial dos mercados de capitais e facilitaram negociações mais rápidas e mais eficientes. As inovações, como a negociação de alta frequência e informatizada, parecem ter dado origem a uma maior liquidez, mas também contribuíram para encurtar os períodos de participação no capital. Ao longo das duas últimas décadas, os horizontes de investimento foram consideravelmente reduzidos. O volume de transacções nas principais bolsas representa actualmente 150 % da capitalização anual total do mercado, o que corresponde a um período de detenção médio de oito meses.

Ao mesmo tempo, a intermediação dos investimentos aumentou, amplificando a importância do relacionamento de agência entre os investidores a longo prazo e os gestores dos respectivos activos. Foi alegado que o relacionamento de agência contribui realmente para a visão de curto prazo no mercado, o que também pode provocar um cálculo incorrecto de valores, «comportamentos seguidistas», maior volatilidade e falta de responsabilização das empresas cotadas. Este processo é explicitado no ponto 2.3.

Alguns investidores também se queixaram de um «desvio da regulamentação» para a visão de curto prazo, que impede os investidores a longo prazo, em particular, de adoptarem estratégias de investimento a longo prazo. Durante as consultas preliminares da Comissão com as partes interessadas, foi dito que as regras de solvência e as regras contabilísticas aplicáveis aos fundos de pensão, destinadas a promover uma maior transparência e avaliação mais eficaz do mercado, tiveram consequências indesejadas.

Pergunta:

(13) Aponte as regras jurídicas em vigor na UE que, em sua opinião, podem contribuir para uma visão de curto prazo inadequada dos investidores e indique de que forma essas regras podem ser alteradas para evitar estes comportamentos.

⁴⁷ Para efeitos do presente Livro Verde, entende-se «investidor institucional» num sentido lato, ou seja, como qualquer instituição que investe profissionalmente (também) em nome de clientes e beneficiários.

2.3. Relacionamento de agência entre investidores institucionais e gestores de activos

A Comissão reconhece que nem todos os investidores precisam de ter uma participação activa nas empresas em que investem. Os investidores são livres de escolher um modelo de investimento com uma orientação para o curto prazo, sem participação.

Contudo, o relacionamento de agência entre os investidores institucionais (proprietários de activos) e os seus gestores contribui para aumentar a visão de curto prazo e a incorrecta formação dos preços⁴⁸. Esta questão é particularmente pertinente no que toca à inactividade desses accionistas com orientação a longo prazo.

2.3.1. *Visão de curto prazo e contratos de gestão de activos*

Ao que parece, a forma como o desempenho dos gestores de activos é avaliado e a estrutura de incentivos das remunerações e comissões incentivam os gestores de activos a procurar benefícios a curto prazo. Há indícios (confirmados no diálogo da Comissão com os investidores institucionais) de que muitos gestores de activos são seleccionados, avaliados e remunerados com base no desempenhos relativos a curto prazo. A avaliação do desempenho numa base relativa, ou seja, em que medida estes superam ou ficam aquém de um índice do mercado, pode estimular o «comportamento seguidista» e uma visão a curto prazo, em especial se for utilizado um curto intervalo para medir o desempenho. A Comissão considera que os incentivos a curto prazo nos contratos de gestão de activos podem contribuir de forma significativa para a visão de curto prazo dos gestores de activos, o que terá provavelmente impacto na apatia dos accionistas.

Muitos dos inquiridos no âmbito do Livro Verde de Junho de 2010⁴⁹ favorecem uma maior divulgação das estruturas de incentivos para os gestores de activos. O que importa é saber, então, se é adequado adoptar medidas suplementares para sintonizar melhor os interesses dos investidores institucionais a longo prazo com os dos gestores de activos (por exemplo, o desenvolvimento de um conjunto de princípios de investimento).

Pergunta:

(14) Há medidas que se possam tomar e, em caso afirmativo, quais, no que diz respeito às estruturas de incentivos para os gestores de activos e à avaliação do seu desempenho na gestão de carteiras de investidores institucionais a longo prazo?
--

2.3.2. *Falta de transparência na execução das obrigações fiduciárias*

Uma maior transparência na execução das obrigações fiduciárias pelos gestores de activos (incluindo as suas estratégias de investimento, o custo de rotação de carteiras, se o nível de rotação de carteiras está em conformidade com a estratégia acordada, o custo e os benefícios da participação, etc.) permitiria perceber melhor se as actividades dos gestores de activos são vantajosas para investidores institucionais a longo prazo e para a criação de valor a longo prazo em seu nome.

⁴⁸ Paul Woolley, «Why are financial markets so inefficient and exploitative — and a suggested remedy», in *The Future of Finance: The LSE Report*, 2010.

⁴⁹ Os inquiridos a favor desta posição são, na sua maioria, investidores, gestores de activos, o sector dos serviços financeiros e os especialistas de negócios.

Além disso, pode ser vantajoso dispor de informações acerca do nível e âmbito de participação que o proprietário espera que o gestor dos activos exerça com as empresas em que investiu, bem como de relatórios sobre as actividades de participação do gestor de activos⁵⁰.

Uma maior transparência nestas questões contribuiria para que os investidores institucionais melhorassem o controlo dos seus agentes, exercendo, assim, maior influência no processo de investimento. Devido a essa melhoria do controlo, os investidores institucionais a longo prazo podem decidir renegociar os contratos de gestão de activos para introduzir valores-limite de rotação da carteira e exigir que os seus gestores de activos sejam mais activos nas empresas em que investiram⁵¹.

Pergunta:

(15) A legislação da União Europeia deve promover um controlo mais eficaz dos gestores de activos pelos investidores institucionais no que diz respeito às estratégias, aos custos de negociação e à medida em que os gestores de activos participam nas empresas em que investiram? Em caso afirmativo, como?

2.4. Outros obstáculos possíveis à participação de investidores institucionais

2.4.1. *Conflitos de interesses*

Os conflitos de interesses no sector financeiro parecem ser uma das razões para a falta de participação dos accionistas. Os conflitos de interesses surgem, por vezes, quando um investidor institucional, um gestor de activos ou a respectiva empresa-mãe tem um interesse comercial na empresa. Um exemplo desta situação verifica-se nos grupos financeiros em que uma sucursal responsável pela gestão de activos pode desejar dissimular o exercício activo dos seus direitos de accionista de uma sociedade à qual a respectiva empresa-mãe presta serviços ou na qual detenha uma participação.

Pergunta:

(16) As regras da UE devem exigir uma certa independência do órgão de administração dos gestores de activos, por exemplo, da sua empresa mãe, ou outras medidas (legislativas) são necessárias para melhorar a divulgação e a gestão de conflitos de interesses?

2.4.2. *Obstáculos à cooperação dos accionistas*

Para os investidores individuais, em especial os que detêm carteiras de títulos diversificadas, a participação nem sempre pode ser frutífera. A cooperação dos accionistas poderia ajudá-los a ser mais eficazes.

⁵⁰ Ver igualmente o ponto 7.3.4 da consulta pública sobre a Revisão da Directiva Mercados de Instrumentos Financeiros(Directiva MiFID): http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf.

⁵¹ Em 31 de Janeiro de 2010, o *Shareholder Responsibilities Committee* da ICGN publicou um convite à apresentação de informações relativamente ao contrato-tipo de termos dos acordos entre os proprietários de activos e os respectivos gestores de fundos: http://www.icgn.org/policy_committees/shareholder-responsibilities-committee/-/page/307/.

Muitos dos inquiridos no âmbito do Livro Verde de 2010 propunham a alteração da legislação da UE em vigor relativa à acção concertada, que pode constituir um obstáculo à cooperação eficaz dos accionistas. A Comissão reconhece que a existência de regras mais claras e mais uniformes relativas à acção concertada seria, com efeito, benéfica neste contexto. Outras ideias foram avançadas para facilitar a cooperação dos accionistas: algumas sugerem a criação de fóruns de cooperação dos accionistas, enquanto outras propõem um sistema de intervenção indirecta da UE, em que as sociedades cotadas seriam obrigadas a criar uma função específica no seu sítio Web, permitindo aos accionistas publicar informação sobre pontos da ordem de trabalhos e solicitar procurações para outros accionistas.

Alguns investidores têm referido que a votação transfronteiras continua a ser problemática e que devia ser facilitada pela legislação da UE. A directiva «direitos dos accionistas» (2007/36/CE) melhorou sensivelmente esta situação. No entanto, a transposição tardia da directiva por vários Estados-Membros significa que o impacto real para o investidor final só agora se está a tornar evidente. Além disso, parece haver um problema na transmissão das informações pertinentes entre o emitente e o accionista através da cadeia, sobretudo em situações transfronteiras. A Comissão está ciente das dificuldades e irá analisar esta questão em relação com a sua actividade de harmonização em matéria de legislação sobre os valores mobiliários.

Pergunta:

(17) Qual seria, para a UE, a melhor forma de facilitar a cooperação dos accionistas?

2.5. Consultores em matéria de voto («proxy advisors»)

Os investidores institucionais com carteiras de títulos diversificadas enfrentam dificuldades práticas para avaliar em pormenor a forma como devem votar sobre assuntos da ordem de trabalhos nas assembleias gerais das empresas em que investiram. Por isso, recorrem frequentemente aos serviços de consultores, como sejam aconselhamento sobre o voto, voto por procuração e avaliações sobre o governo das sociedades. Em consequência, a influência dos consultores sobre a votação é considerável. Outro argumento usado foi que os investidores institucionais estão mais dependentes dos pareceres de voto para os seus investimentos em sociedades estrangeiras do que para os investimentos nos seus mercados internos. Consequentemente, a influência dos «proxy advisers» seria maior nos mercados com maior percentagem de investidores internacionais.

A influência dos «proxy advisors» suscita algumas preocupações. Durante a elaboração do presente Livro Verde, os investidores e as empresas detidas partilharam as suas preocupações de que os «proxy advisors» não sejam suficientemente transparentes quanto aos métodos utilizados para a preparação dos pareceres. Mais especificamente, é referido que o método analítico não tem em conta as características específicas das empresas e/ou as características da legislação nacional, bem como as melhores práticas em matéria de governo das sociedades. Outro motivo de preocupação é o facto de os «proxy advisors» estarem sujeitos a conflitos de interesses. Quando estes agem igualmente como consultores em matéria de governo das sociedades junto das empresas em que se investiu isso pode dar origem a conflitos de interesses. Também surgem conflitos de interesses quando um «proxy advisor» é consultado sobre deliberações dos accionistas que foram propostas por um dos seus clientes. Por último, a falta de concorrência no sector levanta preocupações, em parte, sobre a qualidade do aconselhamento e se responde às necessidades dos investidores.

Perguntas:

- (18) A legislação da UE deve exigir maior transparência aos «proxy advisors», por exemplo em relação aos seus métodos analíticos, a conflitos de interesses e à sua política de gestão dos mesmos e/ou se aplicam um código de conduta? Em caso afirmativo, qual a melhor forma de o conseguir?
- (19) Considera necessárias outras medidas (legislativas), por exemplo restrições à capacidade dos «proxy advisors» para prestar serviços de consultoria a empresas objecto de investimento?

2.6. Identificação dos accionistas

Recentemente houve pedidos de actuação da UE para aumentar o nível de transparência dos investidores⁵² perante os emitentes de acções⁵³. Os proponentes argumentam que os meios de identificar os seus accionistas deverão permitir aos emitentes encetar um diálogo com eles, nomeadamente em questões relativas ao governo das sociedades. Isso poderia também aumentar, de um modo geral, a participação dos accionistas nas sociedades em que investem⁵⁴. Cerca de dois terços dos Estados-Membros já concederam aos emitentes o direito de conhecer os seus accionistas nacionais⁵⁵. Além disso, a directiva «transparência»⁵⁶ e as respectivas medidas nacionais de aplicação prevêem um grau de transparência das participações acima de um determinado limiar⁵⁷.

Há quem discorde do pedido de criação de um instrumento europeu de identificação dos accionistas. Consideram que os meios de comunicação modernos tornam muito fácil informar os accionistas e potenciais investidores sobre questões ligadas ao governo das sociedades e obter os seus pontos de vista. Um melhor conhecimento dos accionistas poderia contribuir igualmente para a manutenção da gestão, ou seja, ajudar a gestão a defender-se melhor contra eventuais acções de contestação das suas normas de conduta por parte dos accionistas. Em certos Estados-Membros, pode haver igualmente problemas de privacidade relacionados com as regras de protecção dos dados que proíbem os intermediários de transmitir aos emitentes informações sobre os accionistas.

⁵² Para mais informações, ver o documento de trabalho dos serviços da Comissão «The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues» que acompanha o relatório da Comissão ao Conselho, ao Parlamento Europeu, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões - aplicação da Directiva 2004/109/CE relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado - SEC (2009) 611, pp. 88-94.

⁵³ Esta questão foi igualmente levantada no Livro Verde - *O governo das sociedades nas instituições financeiras e as políticas de remuneração* - COM(2010) 284 - que, no entanto, se limitava às instituições financeiras.

⁵⁴ A Comissão já analisou os riscos de abuso associados ao «voto vazio», no seu processo de consulta sobre a directiva «transparência». Essa consulta indicou que se tratava de um problema de «record date capture» (apropriação de direitos por aquisição de acções na data de fecho).

⁵⁵ Para mais informações, ver *Market analysis of shareholder transparency regimes in Europe*, Taskforce T2S do BCE sobre Transparência dos Accionistas, de 9 de Dezembro de 2010: <http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/mtg7/2010-t2s-tst-questionnaire-response-analysis.pdf?d6cc9adf38f63d24897c94e379213b81>.

⁵⁶ Directiva 2004/109/CE.

⁵⁷ Na revisão da directiva «transparência», prevista para 2011, a Comissão está igualmente a ponderar a introdução de um requisito de divulgação aplicável às posições económicas de longa duração, com efeito económico semelhante à detenção de acções.

Pergunta:

(20) Acha necessário um mecanismo europeu técnico e/ou jurídico para ajudar os emitentes a identificar os seus accionistas, a fim de facilitar o diálogo sobre questões relativas ao governo das sociedades? Em caso afirmativo, considera que um tal mecanismo beneficiaria também a cooperação entre investidores? Dê informações pormenorizadas (por exemplo, objectivos fixados, instrumento preferencial, frequência, nível de pormenor e imputação dos custos).

2.7. Protecção dos accionistas minoritários

A protecção dos accionistas minoritários é importante em relação ao papel dos accionistas no governo das sociedades, por uma série de razões.

A participação dos accionistas minoritários é difícil em sociedades com accionistas que detêm participações de controlo, continuando a ser este o modelo de governo predominante das sociedades europeias. Coloca-se, assim, a questão da viabilidade da chamada abordagem «cumprir ou explicar» nessas empresas, em especial se não estiver garantida a protecção adequada dos accionistas minoritários.

Em segundo lugar, coloca-se a questão de saber se as regras da UE em vigor são suficientes para proteger os interesses dos accionistas minoritários contra potenciais abusos por parte de accionistas com uma participação de controlo (e/ou de gestão).

2.7.1. Possibilidades de participação e funcionamento da abordagem «cumprir ou explicar», quando existe um accionista com uma posição dominante ou com uma participação de controlo

A participação dos accionistas minoritários pode ser particularmente problemática nas empresas em que existe um accionista com uma posição dominante ou com uma participação de controlo, que está, em geral, igualmente representado no conselho de administração. A dificuldade ou a impossibilidade de os accionistas minoritários representarem eficazmente as suas participações em sociedades com accionistas que detêm participações de controlo podem tornar o mecanismo de «respeitar ou explicar» muito menos eficaz. Para reforçar os direitos dos accionistas, alguns Estados-Membros (por exemplo, Itália) reservam a nomeação de alguns lugares do conselho de administração para os accionistas minoritários.

Pergunta:

(21) Considera que os accionistas minoritários necessitam de mais direitos para representar os seus interesses com eficácia nas empresas em que existem accionistas com uma posição dominante ou com uma participação de controlo?

2.7.2. Protecção contra potenciais abusos

Os accionistas com uma participação de controlo e/ou os conselhos de administração podem extrair benefícios de uma empresa em detrimento dos interesses dos accionistas minoritários, em muitos aspectos. A principal forma de o conseguir é através de transacções entre as «partes relacionadas».

As regras actualmente em vigor na UE abrangem alguns aspectos das transacções entre as partes relacionadas, basicamente de contabilidade e de divulgação. As empresas são obrigadas a incluir nas suas contas anuais uma nota sobre as transacções celebradas com partes relacionadas, indicando o montante e a natureza da transacção e outras informações necessárias⁵⁸.

⁵⁸ Ver artigo 43.º, n.º 1, alínea 7-B), da Quarta Directiva 78/660/CEE do Conselho, de 25 de Julho de 1978, baseada no artigo 54.º, n.º 3, alínea g), do Tratado e relativa às contas anuais de certas formas de sociedades, e o artigo 34.º, alínea 7-B), da Sétima Directiva 83/349/CEE do Conselho, de 13 de Junho de 1983, baseada no artigo 54.º, n.º 3, alínea g), do Tratado e relativa às contas consolidadas.

No entanto, alguns investidores consultados durante a preparação do presente Livro Verde alegam que as regras são insuficientes. Consideram que a divulgação de transacções entre as partes relacionadas não é suficiente em todas as situações e que nem sempre é efectuada atempadamente.

Foi sugerido⁵⁹ que, a partir de um determinado limiar, o conselho de administração nomeasse um perito independente encarregado de apresentar aos accionistas minoritários um parecer imparcial sobre as modalidades e condições das transacções entre partes relacionadas. As transacções significativas com partes relacionadas necessitariam de aprovação da assembleia geral. A publicidade relacionada com as assembleias gerais poderá dissuadir os accionistas que detêm participações de controlo de efectuar algumas transacções e dar aos accionistas minoritários a possibilidade de se oporem à resolução que aprova a transacção. Alguns propõem que os accionistas que detêm participações de controlo sejam excluídos da votação.

Pergunta:

(22) Pensa que os accionistas minoritários necessitam de maior protecção contra as transacções entre partes relacionadas? Em caso afirmativo, que medidas podem ser tomadas?
--

2.8. Participação dos trabalhadores no capital

O interesse dos trabalhadores na sustentabilidade a longo prazo da sociedade para a qual trabalham é um elemento que um quadro do governo das sociedades deve ter em conta. O envolvimento dos trabalhadores nas actividades de uma empresa pode revestir a forma de informação, de consulta e de participação no conselho de administração, mas pode também fazer-se sob a forma de participação financeira. Em especial, os trabalhadores podem tornar-se accionistas. A participação dos trabalhadores no capital das empresas tem uma longa tradição em alguns países europeus⁶⁰. Estes regimes são essencialmente considerados como um meio para aumentar o empenho e a motivação dos trabalhadores, aumentar a produtividade e reduzir as tensões sociais. Mas a participação dos trabalhadores no capital das empresas também apresenta riscos por falta de diversificação: se a empresa falir, os trabalhadores accionistas podem perder o seu posto de trabalho e as suas economias. Contudo, os trabalhadores, enquanto investidores, podem ter um papel importante de aumento da percentagem de accionistas com uma orientação a longo prazo.

Pergunta:

(23) Há medidas a tomar e, em caso afirmativo, quais, para promover a participação dos trabalhadores no capital das empresas a nível da UE?

⁵⁹ Ver a Declaração do Fórum Europeu do Governo das Sociedades sobre os direitos dos accionistas minoritários.

⁶⁰ Comunicação «Um quadro de acção para promover a participação financeira dos trabalhadores» - COM(2002) 364 - *The PEPPER IV Report – Benchmarking of Employee Participation in Profits and Enterprise Results in the Member and Candidate Countries of the European Union*, 2008.

3. A ABORDAGEM «CUMPRIR OU EXPLICAR» - CONTROLO E APLICAÇÃO DOS CÓDIGOS DE GOVERNO DAS SOCIEDADES

Os inquéritos realizados junto das empresas e dos investidores mostram que a maioria dos Estados-Membros considera a abordagem «cumprir ou explicar» um instrumento adequado do governo das sociedades. No âmbito da chamada abordagem «cumprir ou explicar», uma empresa que tenha optado por não aplicar um código de governo das sociedades deve indicar em pormenor as razões específicas e concretas para esse desvio. A principal vantagem é a flexibilidade; permite às empresas adaptar as práticas de governo das sociedades à sua situação específica (tendo em conta as respectivas dimensão, estrutura accionista e especificidades sectoriais). Também se considera que torna as empresas mais responsáveis, incentivando-as a considerar se as práticas de governo das sociedades são adequadas e dando-lhes um objectivo a atingir. A chamada abordagem «cumprir ou explicar» é, portanto, largamente apoiada pelos legisladores, as empresas e os investidores, como o demonstra um estudo sobre sistemas de controlo e aplicação dos códigos de governo das sociedades dos Estados-Membros, publicado no Outono de 2009⁶¹.

Contudo, a introdução generalizada da chamada abordagem «cumprir ou explicar» na UE tem conhecido as suas dificuldades. O estudo acima referido revelou deficiências importantes na aplicação do princípio «cumprir ou explicar», as quais reduzem a eficiência do quadro europeu do governo das sociedades e limitam a utilidade do sistema. Por isso, afiguram-se necessários alguns ajustamentos, a fim de melhorar a aplicação dos códigos de governo das sociedades. As soluções não devem alterar os princípios fundamentais da chamada abordagem «cumprir ou explicar», mas contribuir para o seu funcionamento eficaz pela melhoria da qualidade da informação dos relatórios. No entanto, estas soluções não prejudicam a eventual necessidade de reforçar algumas exigências a nível da UE, através da sua inclusão na legislação, em vez de se optar pela formulação de recomendações.

3.1. Melhor qualidade das explicações dadas nas declarações de governo das sociedades

De acordo com o estudo citado, a qualidade geral das declarações de governo das sociedades, quando se desviam de uma recomendação de um código de governo das sociedades, é insatisfatória. As suas explicações são utilizadas pelos investidores para fazerem escolhas e avaliarem o valor da empresa. Contudo, o estudo demonstrou que, em mais de 60 % dos casos em que as sociedades optam por não aplicar as recomendações, não são fornecidas explicações suficientes. Essas sociedades limitaram-se a afirmar que se tinham desviado de uma recomendação, sem qualquer outra explicação, ou a fornecer apenas uma explicação geral ou limitada.

Em muitos Estados-Membros já se constata uma tendência lenta mas gradual para uma melhoria neste domínio. As empresas estão a aprender, prestando melhores explicações, graças às actividades educativas dos organismos públicos ou privados (autoridades dos mercados financeiros, bolsas de valores, câmaras de comércio, etc.). No entanto, poderiam obter-se mais progressos com a introdução de requisitos mais detalhados no que se refere às informações que as empresas devem publicar quando se desviam das recomendações. Os requisitos devem ser claros e exactos – muitos dos actuais problemas devem-se a uma compreensão incorrecta da natureza das explicações solicitadas.

⁶¹ *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, que pode ser consultado em http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm.

Um bom exemplo de um requisito de precisão para as empresas é o código sueco de governo das sociedades, o qual estipula que «no seu relatório de governo da sociedade, a sociedade tem de indicar claramente quais as regras do código que não cumpriu, explicar as razões de cada caso de não conformidade e descrever a solução que adoptou em vez dessas regras»⁶². Com efeito, parece oportuno exigir que as empresas divulguem não só as razões do desvio de uma determinada recomendação, mas também que forneçam uma descrição pormenorizada da solução aplicada.

3.2. Melhor controlo do governo das sociedades

As declarações de governo das sociedades publicadas pelas empresas não parecem ser objecto de um controlo adequado. Na maioria dos Estados-Membros, a responsabilidade de verificar a observância da obrigação de publicar é deixada aos investidores que, consoante a cultura e as tradições do seu Estado-Membro, frequentemente actuam muito pouco. As autoridades dos mercados financeiros ou bolsas e outros organismos de controlo operam no âmbito de diferentes quadros legislativos, tendo desenvolvido diferentes práticas. Na maior parte dos casos, essas medidas apenas desempenham um papel formal de verificar se a declaração sobre o governo da sociedade foi publicada. Poucos Estados-Membros dispõem de autoridades públicas ou especializadas que verifiquem a exaustividade das informações prestadas (em especial, as explicações).

A abordagem «cumprir ou explicar» poderá funcionar muito melhor se os organismos de controlo, como os reguladores dos mercados de valores mobiliários, as bolsas ou outras autoridades⁶³, forem autorizados a controlar se as informações disponíveis (em particular, as explicações) são suficientemente completas e abrangentes. As autoridades não devem no entanto, interferir no teor das informações divulgadas ou emitir juízos de valor acerca da solução escolhida pela sociedade. As autoridades podem publicar os resultados do controlo, por forma a realçar as melhores práticas e a incentivar as empresas a uma transparência mais completa. Pode igualmente ponderar-se a utilização de sanções formais a aplicar nos casos de incumprimento mais graves⁶⁴.

Uma forma de melhorar o controlo pode ser a definição da declaração sobre o governo da sociedade como informação regulamentada na acepção do artigo 2.º, n.º 1, alínea k), da Directiva 2004/109/CE, deixando-a, assim, sujeita às atribuições das autoridades nacionais competentes enunciadas no artigo 24.º, n.º 4, da Directiva.

No que diz respeito às diferentes práticas desenvolvidas pelos organismos de controlo, existe grande potencial para melhorar e expandir os actuais intercâmbios de boas práticas.

Perguntas:

(24) Concorda que as empresas que se desviem das recomendações dos códigos de governo das sociedades sejam obrigadas a fornecer explicações detalhadas para esses desvios e a descrever as soluções alternativas adoptadas?

⁶² Ver <http://www.corporategovernanceboard.se/the-code/current-code>, ponto 10.2.

⁶³ O papel dos auditores não será aqui focado, dado que foi lançada uma consulta sobre a função de auditoria oficial, através de outro Livro Verde, que pode ser consultado no seguinte endereço: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_pt.pdf.

⁶⁴ Como se faz, por exemplo, em Espanha — ver *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, p. 63.

(25) Concorde que os organismos de controlo sejam autorizados a verificar a qualidade da informação das explicações constante das declarações de governo das sociedades e que possam obrigar as empresas a completar essas explicações, se necessário? Em caso afirmativo, qual deve ser exactamente a sua função?

4. PRÓXIMAS ETAPAS

Os Estados-Membros, o Parlamento Europeu, o Comité Económico e Social Europeu e as restantes partes interessadas são convidados a apresentar o seu parecer sobre as sugestões integradas neste Livro Verde. Os contributos devem ser entregues à Comissão, o mais tardar até 22 de Julho de 2011, através do endereço de correio electrónico: markt-complaw@ec.europa.eu. No seguimento dado a este Livro Verde e com base nas respostas recebidas, a Comissão tomará uma decisão quanto às próximas etapas. Qualquer futura proposta, de carácter legislativo ou não, será precedida de uma avaliação de impacto aprofundada, tendo em conta a necessidade de evitar encargos administrativos desproporcionados para as empresas.

Os contributos recebidos serão publicados na Internet. Para informação sobre a forma como serão tratados os dados pessoais e os contributos, aconselha-se a leitura da declaração de confidencialidade específica que acompanha o presente Livro Verde.

ANEXO 1: Lista de perguntas

Perguntas gerais

- (1) As medidas de governo das sociedades na UE devem ter em conta a dimensão das sociedades cotadas? Como? Deve ser estabelecido um regime diferenciado e proporcionado para as pequenas e médias empresas cotadas? Nesse caso, quais as definições ou os limiares adequados? Em caso afirmativo, devem ser sugeridas formas de os adaptar às PME, se for caso disso, ao responder às perguntas abaixo.
- (2) Devem ser tomadas medidas a nível da UE em matéria de governo das sociedades para as empresas não cotadas? A UE deve centrar-se na promoção do desenvolvimento e da aplicação de códigos voluntários para as empresas não cotadas?

Conselhos de administração

- (3) A UE deve procurar garantir uma divisão clara entre as funções e responsabilidades do presidente do conselho de administração e do director executivo?
- (4) As políticas de recrutamento devem ser mais específicas sobre o perfil dos administradores, incluindo o presidente, a fim de garantir que dispõem de competências adequadas e que a composição do conselho de administração é adequadamente diversificada? Em caso afirmativo, qual a melhor forma de o conseguir e a que nível do governo (nacional, europeu ou internacional) se deve intervir?
- (5) As sociedades cotadas devem ser obrigadas a divulgar se dispõem de uma política de diversidade? Em caso afirmativo, devem descrever os seus objectivos e os principais conteúdos e apresentar regularmente relatórios sobre os progressos efectuados?
- (6) As empresas cotadas devem ser obrigadas a assegurar um melhor equilíbrio entre homens e mulheres nos conselhos de administração? Em caso afirmativo, como?
- (7) Considera que deve ser prevista uma acção a nível da UE no sentido de limitar o número de mandatos que um administrador não executivo pode deter? Em caso afirmativo, como deverá ser concebida essa limitação?
- (8) As sociedades cotadas devem ser incentivadas a efectuar uma avaliação externa regular (por exemplo, de três em três anos)? Em caso afirmativo, como?
- (9) A divulgação de informações sobre a política de remunerações, do relatório anual sobre remunerações (relatório sobre a forma como a política de remuneração foi aplicada no ano anterior) e da remuneração individual dos administradores executivos e não executivos deve ser obrigatória?
- (10) Deve ser obrigatório submeter a política de remuneração e o relatório sobre remunerações a uma votação pelos accionistas?
- (11) Concorda que o conselho de administração deve aprovar e assumir a responsabilidade pela apetência da empresa pelo risco e comunicá-lo de forma útil aos accionistas? Estas disposições de divulgação de informações devem incluir igualmente os riscos essenciais que a empresa pode fazer pesar na sociedade?

- (12) Concorda que o conselho de administração deve garantir que os mecanismos de gestão dos riscos são eficazes e adequados ao perfil de risco da empresa?

Accionistas

- (13) Aponte as regras jurídicas em vigor na UE que, em sua opinião, podem contribuir para uma visão de curto prazo inadequada dos investidores e indique de que forma essas regras podem ser alteradas para evitar estes comportamentos.
- (14) Há medidas que se possam tomar e, em caso afirmativo, quais, no que diz respeito às estruturas de incentivos para os gestores de activos e à avaliação do seu desempenho na gestão de carteiras de investidores institucionais a longo prazo?
- (15) A legislação da União Europeia deve promover um controlo mais eficaz dos gestores de activos pelos investidores institucionais no que diz respeito às estratégias, aos custos de negociação e à medida em que os gestores de activos participam nas empresas em que investiram? Em caso afirmativo, como?
- (16) As regras da UE devem exigir uma certa independência do órgão de administração dos gestores de activos, por exemplo, da sua empresa-mãe, ou outras medidas (legislativas) são necessárias para melhorar a divulgação e a gestão de conflitos de interesses?
- (17) Qual seria, para a UE, a melhor forma de facilitar a cooperação dos accionistas?
- (18) A legislação da UE deve exigir maior transparência aos «proxy advisors», por exemplo em relação aos seus métodos analíticos, a conflitos de interesses e à sua política de gestão dos mesmos e/ou se aplicam um código de conduta? Em caso afirmativo, qual a melhor forma de o conseguir?
- (19) Considera necessárias outras medidas (legislativas), por exemplo restrições à capacidade dos «proxy advisors» para prestar serviços de consultoria a empresas objecto de investimento?
- (20) Acha necessário um mecanismo europeu técnico e/ou jurídico para ajudar os emitentes a identificar os seus accionistas, a fim de facilitar o diálogo sobre questões relativas ao governo das sociedades? Em caso afirmativo, considera que um tal mecanismo beneficiaria também a cooperação entre investidores? Dê informações pormenorizadas (por exemplo, objectivos fixados, instrumento preferencial, frequência, nível de pormenor e imputação dos custos).
- (21) Considera que os accionistas minoritários necessitam de mais direitos para representar os seus interesses com eficácia nas empresas em que existem accionistas com uma posição dominante ou com uma participação de controlo?
- (22) Pensa que os accionistas minoritários necessitam de maior protecção contra as transacções entre partes relacionadas? Em caso afirmativo, que medidas podem ser tomadas?
- (23) Há medidas a tomar e, em caso afirmativo, quais, para promover a participação dos trabalhadores no capital das empresas a nível da UE?

Controlo e aplicação dos códigos de governo das sociedades

- (24) Concorda que as empresas que se desviem das recomendações dos códigos de governo das sociedades sejam obrigadas a fornecer explicações detalhadas para esses desvios e a descrever as soluções alternativas adoptadas?
- (25) Concorda que os organismos de controlo sejam autorizados a verificar a qualidade da informação das explicações constante das declarações de governo das sociedades e que possam obrigar as empresas a completar essas explicações, se necessário? Em caso afirmativo, qual deve ser exactamente a sua função?

ANEXO 2: Lista de medidas da UE no domínio do governo das empresas

- Directiva 2006/46/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006, que altera a Directiva 78/660/CEE do Conselho relativa às contas anuais de certas formas de sociedades, a Directiva 83/349/CEE do Conselho relativa às contas consolidadas, a Directiva 86/635/CEE do Conselho relativa às contas anuais e às contas consolidadas dos bancos e outras instituições financeiras e a Directiva 91/674/CEE do Conselho relativa às contas anuais e às contas consolidadas das empresas de seguros, (JO L 224 de 18.4.2006, p. 1).
- Directiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Dezembro de 2004, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado e que altera a Directiva 2001/34/CE (JO L 390 de 31.12.2004, p. 38).
- Directiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Julho de 2007, relativa ao exercício de certos direitos dos accionistas de sociedades cotadas (JO L 184 de 14.7.2007, p. 17.)
- Directiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição (JO L 142 de 30.4.2004, p. 12).
- Recomendação 2005/162/CE da Comissão, de 15 de Fevereiro de 2005, relativa ao papel dos administradores não executivos ou membros do conselho de administração de sociedades cotadas e aos comités do conselho de administração ou de supervisão (JO L 52 de 25.2.2005, p. 51).
- Recomendação 2004/913/CE da Comissão, de 14 de Dezembro de 2004, relativa à instituição de um regime adequado de remuneração dos administradores de sociedades cotadas (JO L 385 de 29.12.2004, p. 55).
- Recomendação 2009/385/CE da Comissão, de 30 de Abril de 2009, que complementa as Recomendações 2004/913/CE e 2005/162/CE no que respeita ao regime de remuneração dos administradores de sociedades cotadas (JO L 120 de 15.5.2009, p. 28).
-