CIÊNCIAS SOCIAIS
E HUMANAS

Departamento de Economia Política

Na atualidade do Corporate Governance - A Idoneidade dos Administradores e o seu Controlo na Garantia de uma Vigilância Eficaz

Cláudia Margarida Jacinto Alves

Mestrado em Direito das Empresas e do Trabalho

Orientador: Doutor Luís Vasconcelos Abreu
Professor Auxiliar,
ISCTE-IUL

Março, 2026

INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

Na atualidade do Corporate Governance - A Idoneidade dos Administradores e o seu Controlo na Garantia de uma Vigilância Eficaz

Cláudia Margarida Jacinto Alves

Mestrado em Direito das Empresas e do Trabalho

Orientador: Doutor Luís Vasconcelos Abreu
Professor Auxiliar,
ISCTE-IUL

Março, 2026

À minha avó Maria de Lourdes,

Agradecimentos

A conclusão deste estudo apenas foi possível com o indispensável apoio do meu orientador, Professor Doutor Luís Vasconcelos Abreu, ao longo de todo o curso, a quem agradeço a constante disponibilidade e todos os contributos quer permitiram valorizar a minha dissertação. Numa nota pessoal, tenho apreço por ter sido o meu professor na cadeira de Direito Societário, que foi sempre a minha preferida desde a minha licenciatura.

Uma palavra de apreço aos meus colegas de curso, pela boa disposição em sala de aula, pelos ensinamentos partilhados e pelas horas bem passadas na preparação de trabalhos de grupo. Tive o privilégio de integrar um ano letivo no qual conheci muitos daqueles que, estou certa, serão, uma mais-valia para o futuro do nosso país enquanto excelentes profissionais.

O ISCTE foi uma instituição que me abriu as portas numa altura de incerteza pessoal e profissional. Alguns meses depois, a escolha deste mestrado revelou-se determinante na minha entrada no mercado de trabalho. Embora o curso não tenha explorado diretamente as temáticas que ditaram a escolha do tema desta dissertação, constituiu a base fundamental para a minha formação académica e científica, bem como para o desenvolvimento da investigação realizada.

Um agradecimento, em especial, à minha avó materna, a quem dedico esta dissertação, pelo apoio incansável, e por nunca ter deixado de acreditar em mim, mesmo nos momentos de maior incerteza.

Por fim, aos meus amigos, pela gargalha, pelo silêncio e pela paciência.

Declaração de uso de inteligência artificial

No presente estudo foram utilizados sistemas de inteligência Artificial Generativa para melhorar a linguagem, estrutura e reformulação do texto, incluindo sugestões de melhoria de clareza, coesão e correção linguística e apoio pontual na organização de parágrafos e traduções linguísticas, sempre com subsequente revisão crítica, adaptação e validação da redação por minha exclusiva responsabilidade.

Resumo

O tema baseia-se no Governo das Sociedades, primeiro analisado de um ponto de vista genérico, histórico e conceptual e depois integrado no âmbito dogmático-jurídico das sociedades portuguesas, em especial, as sociedades anónimas e abertas ao mercado regulamentado. Particularmente, importa o subtema da idoneidade dos administradores das sociedades na prevenção de riscos internos e conflitos de interesse nas sociedades e nas soluções para uma vigilância reforçada do funcionamento societário.

Neste âmbito, o dever de lealdade dos administradores surge nas situações de conflito de interesses entre o administrador e a sociedade, no âmbito de temática de separação do controlo da propriedade.

O desenvolvimento de mecanismos de controlo internos de Corporate Governance apresenta-se como ponto estratégico na resolução de tais conflitos e dos custos de agência, seja ao nível do papel dos administradores independentes, como no desenho de instrumentos de adequação na escolha dos gerentes, na criação de comissão especializadas e de sistemas de controlo interno e gestão de riscos.

O trabalho discute, ainda, os estudos empíricos existentes sobre o grau de adoção formal das sociedades cotadas às recomendações de Corporate Governance em Portugal, e identifica as principais conclusões quanto à avaliação da eficácia destes mecanismos na mitigação de riscos internos nas entidades empresariais, apontando as principais linhas de reflexão para um modelo de vigilância mais exigente e materialmente efetivo, sem deixar por revelar os desafios do futuro.

Palavras-chave: Governo das Sociedades; Conselho de Administração; Controlo de Idoneidade; Fit and Proper; Administrador Independente, Conflitos de Interesses

Abstract

The subject of this thesis is Corporate Governance, initially examined from a general, historical, and conceptual perspective and subsequently integrated into the dogmatic-legal framework of Portuguese corporate law, with particular emphasis on public limited companies, especially those listed on regulated markets. Special attention is given to the sub-theme of directors' fitness and propriety as a means of preventing internal risks and conflicts of interest within companies, as well as to the legal and organizational solutions aimed at enhanced corporate oversight.

Within this context, the duty of loyalty of directors is analyzed in situations of conflict of interest between the director and the company, particularly in connection with issues arising from the separation between ownership and control.

The development of internal Corporate Governance control mechanisms is presented as a strategic tool for addressing such conflicts and agency costs, notably through the role of independent directors, the design of suitability mechanisms in the selection of directors, the establishment of specialized committees, and the implementation of internal control and risk management systems.

The thesis also examines existing empirical studies on the degree of formal adoption by listed companies in Portugal of Corporate Governance recommendations, identifying the main conclusions regarding the effectiveness of these mechanisms in mitigating internal risks within business entities. Finally, it outlines key lines of reflection towards a more demanding and materially effective model of corporate oversight, without overlooking the challenges that lie ahead.

.

Keywords: Corporate Governance; Board of Directors; Suitability Control; Fitness and Propriety; Independent Directors; Conflicts of Interest

Índice

Agradecimentos iii
Declaração de uso de inteligência artificial iv
Resumo v
Abstract vii
Índice ix
Glossário xi
Introdução 1
CAPÍTULO 1 5
Governação das Sociedades – Uma Breve Introdução 5
1.1. Conceito, Contexto e Origem do Corporate Governance 5
1.2. Os Apontamentos Históricos e a Importância Prática do Corporate Governance 8
1.3. Os Princípios Gerais do Corporate Governance 14
1.4. Em particular, o Crescimento do Corporate Governance no Espaço Português 15
1.4.1. A questão da natureza jurídica – um instrumento de *soft law* vinculativo? 17
CAPÍTULO 2 21
Dos Problemas Tradicionais do Governo das Sociedades à Atualidade 21
2.1. O Ponto de Partida: A necessidade de evitar os Conflitos de Agência entre administradores e os sócios nas sociedades anónimas 21
2.1.1. Quem é o Administrador Societário? 21
2.1.2. Os Diferentes Modelos do Órgão Executivo das Sociedades 25
2.1.3. Os Conflitos de Agência 28
2.2. As Prioridades do Corporate Governance – os interesses dos *shareholders* ou dos *stakeholders*? 32
2.3. Atos Danosos dos Administradores – Em especial, os Negócios Proibidos com a Sociedade e a Apropriação Ilícita de Oportunidades de Negócio Societárias 34
CAPÍTULO 3 39
Das Recomendações à Prática – As Soluções ao Conflito 39
3.1. Os mecanismos de governação interna de resolução de conflitos de interesse e de supervisão da gestão 40
3.1.1. A Importância de uma Estrutura Capacitada do Conselho de Administração 41
3.1.1.1. A Composição Quantitativa 41
3.1.1.2. A Composição Qualitativa 43
3.1.2. O apelo à Idoneidade na Composição do Conselho - o que é o *Fit and Proper?* 46
3.2. As figuras do Administrador Independente e dos Membros Não Executivos na Vigilância dos Executivos 51
3.2.1. O que significa ser independente? 51
3.2.2. O conceito legal de Independência no CSC e na CMVM 56
3.2.3. O conceito da Comissão Europeia 60
3.3. Criação de Comissões Especializadas para avaliação do desempenho dos Administradores 61

3.4.1. Os Sistemas de Controlo Interno, Auditoria e Gestão de Riscos – A ideia de "fiscalização preventiva" 68
3.4.1.1. Os sistemas de gestão de riscos 70
3.4.1.2. Os sistemas de controlo interno na vertente conformidade 71
3.4.1.3. Os sistemas de auditoria interna 73
CAPÍTULO 4 75
Governança Corporativa – As Lições de Hoje e os Desafios de Amanhã 75
4.1. As Principais Conclusões dos Estudos Efetuados em matéria de Corporate Governance 75
4.1.1. As conclusões quanto às sociedades cotadas 76
4.1.2. As Conclusões do estudo e respetiva análise particularizada 79
4.1.3. As recomendações em outros estudos 83
4.1.4. Perspetivas para Estudos Futuros em Governação Corporativa 83
4.2. A aplicação diferenciada do Corporate Governance: setor, dimensão empresarial e novos desafios 84
4.2.1. A aplicação do Corporate Governance em função do setor e dimensão empresariais 84
4.2.2. Os Novos Desafios do Corporate Governance 88
Conclusões 95
Fontes 101
Bibliografia 105

Glossário

CSC: Código das Sociedades Comerciais

CMVM: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

BCE: Banco Central Europeu

IPCG: Instituto Português de Corporate Governance

CVM: Código dos Valores Mobiliários

OCDE: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

RGICSF: Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

ROC: Revisor Oficial de Contas

EBA: Autoridade Bancária Europeia

SEC: Securities and Exchange Commission

PSI 20: Índice principal da bolsa portuguesa

EUA: Estudos Unidos da América

CEO: Chief Executive Officer

COSO: Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission

UE: União Europeia

PME: Pequenas e Médias Empresas

FAT: Fit & Proper

AG: Assembleia Geral

Cap: capítulo

cfr.: conforme

p.e.: por exemplo

v.g.: por exemplo

p: página

pp: páginas

et. al.: e outros

cit: citado

Vol: volume

art.: artigo

arts.: artigos

n.º: número

n.ºs: números

ed.: edição

ss.: seguintes

v.d.: vide

trad: tradução

Introdução

Este projeto de dissertação em Direito das Empresas analisa a composição dos conselhos de administração nas sociedades anónimas portuguesas enquanto vetor determinante para uma governação eficaz, com enfoque na idoneidade dos administradores, na prevenção de conflitos de agência e na vigilância reforçada do funcionamento societário.

Apresentamos-mos a explorar o conceito e a importância da governação das sociedades, também conhecida por *Corporate Governance* no mundo moderno. A análise inicia-se, no capítulo 1, com uma reflexão sobre o conceito, o contexto e a origem da governação, passando por uma abordagem histórica que visa compreender a sua evolução e relevância prática no panorama empresarial contemporâneo. Além disso, serão examinados os princípios gerais que orientam a governação das sociedades, oriundos dos atuais atores intergovernamentais mais preponderantes, bem como a expansão das preocupações corporativas que contaminaram a ordem jurídica portuguesa.

O Capítulo 2 identifica os problemas atuais que o tema suscita, destacando a necessidade de prevenir os conflitos de agência entre os administradores e os sócios nas sociedades anónimas, um tema de crescente relevância na realidade corporativa. A discussão será aprofundada pela análise das prioridades do *Corporate Governance*, questionando se os interesses dos *shareholders* devem prevalecer sobre os dos *stakeholders*, um debate que tem adquirido especial importância no estudo das facetas da gestão societária a cabo dos administradores.

Os Capítulos 3 e 4 analisam, em detalhe, as nossas escolhas metodológicas que privilegiam os mecanismos internos de governação face aos instrumentos de controlo externo. Nestes capítulos, procuramos responder às seguintes perguntas:

(i) Como a composição qualitativa e quantitativa do conselho de administração influencia a diligência dos administradores?
(ii) Qual o papel dos administradores independentes e não-executivos na vigilância efetiva da gestão?
(iii) De que forma os critérios *fit and proper* garantem idoneidade e previnem conflitos de interesses?
(iv) Qual a função estratégica das comissões especializadas e dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos?

Com base em estudos empíricos portugueses, o Capítulo 4 avalia o grau de adoção formal das recomendações de governação. O trabalho questiona se estas boas práticas formais se traduzem numa vigilância materialmente eficaz e identifica os desafios futuros que o Corporate Governance enfrenta para assegurar um desempenho empresarial sustentável.

Assim, a nossa investigação pretende contribuir para um modelo de vigilância que transcenda a mera conformidade formal, questionando se a atual arquitetura normativa assegura uma governação materialmente efetiva na preservação do interesse social e na prevenção de conflitos de interesses. Com esta abordagem, procuramos fornecer uma visão abrangente e crítica sobre as questões que marcam a implementação de soluções de Corporate Governance, nomeadamente no que se à proteção dos direitos de todos os atores no seio das empresas, fundamentais para o equilíbrio e sustentabilidade das sociedades comerciais a médio longo prazo.

CAPÍTULO 1

Governação das Sociedades – Uma Breve Introdução

O Corporate Governance é intrinsecamente fascinante, pois reflete não apenas uma forma inovadora gestão, mas uma verdadeira arte exigente de dirigir sociedades, na busca pela ordem, transparência e ética no ceio das empresas, marcadamente posicionado como um movimento transformador na perpetuação do valor e da reputação das sociedades comerciais contemporâneas.

Mais do que uma moda, portanto, a governação das sociedades cresceu e evoluiu como forma de responder a diversos perigos, em virtude da complexidade do mundo empresarial. Conhecer as suas linhas mestras é, portanto, um dos objetivos principais deste estudo.

1.1. Conceito, Contexto e Origem do Corporate Governance

O conceito de Corporate Governance não se encontra bem definido. Alguns autores preferem os termos portugueses "governação de sociedades[1]" ou "governança corporativa" equivalentes à expressão inglesa[2]. A sua não consensualidade encerra um debate que "abraça um vasto número de fenómenos económicos distintos"[3], marcadamente intercontinental[4].

É impossível desassociar a origem do Corporate Governance da sua definição conceptual. Algumas definições partem da associação à forma de controlo corporativo que reflete a gerência das sociedades, veja-se pelo parágrafo 2.5. do *Relatório Cadbury*[5], segundo o qual o "corporate governance é o sistema

[1] COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel, *Governação das Sociedades Comerciais,* Almedina, Coimbra, 2006, p. 5. Segundo o autor, o conceito de governação das sociedades designa o complexo das regras legais, estatutárias, jurisprudenciais, deontológicas, instrumentais a questões respeitantes à administração e ao controlo ou fiscalização das sociedades, suportado igualmente na Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu, de 21-05-2003, intitulada de *Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na união europeia - uma estratégia para o futuro* (COM 2003, 284 final) – "entende-se normalmente o sistema mediante o qual as empresas são administradas e controladas", disponível em www.eur-lex.europa.eu.

[2] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores: os Deveres Gerais e Corporate Governance*, Wolters Kluwer Portugal sob a marca Coimbra Editora, 2010, p. 123. No que a este estudo respeita, procuraremos dar prioridade às expressões 'Corporate Governance' e 'governação'.

[3] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, p. 123. Igualmente, COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel, *Governação das Sociedades Comerciais,* p. 6, prefere a expressão "governação" dado "governo" significar poder político-executivo e demonstra que a governação não envolve somente regras (jurídicas ou não, vinculativas ou não), envolve instrumentos externos como o mercado, enquanto meio de controlo.

[4] Em Portugal, a preferência pelo termo *Corporate Governance*, reside no facto de que não existe um movimento português que reflita as especificidades, nem das sociedades anónimas portuguesas, nem do direito português, nos casos em que se estuda os pressupostos e os conteúdos específicos do Corporate Governance de origem essencialmente norte-americana, como nos diz MAIA, Pedro, in *Voto e Corporate Governance, um Novo Paradigma para a Sociedade Anónima*, Almedina, 2019, pp. 518-519. Concordamos com as razões indicadas na preferência por este termo, o qual utilizaremos ao longo de todo o nosso estudo.

[5] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, p. 123, segundo o Relatório Cadbury, "The Financial Aspects of Corporate Governance", Londres, GEE, 1992, apresentado no comité presidido por Adrian

pela qual as sociedades são dirigidas e administradas", com vista ao desenvolvimento de um modelo ou sistema governativo adequado a cada empresa, considerando o interesse social e o papel de todas as partes interessadas na sociedade[6].

Outras definições revelam que se trata do conjunto de princípios relativos à estrutura e funcionamento dos órgãos sociais, à transparência e divulgação da informação, assim como ao exercício dos direitos sociais, especificamente nas sociedades admitidas à negociação em mercado regulamentado[7].

FILIPE BARREIROS faz referência a alguns pequenos significados que se desdobram perante a distribuição dos direitos e das responsabilidades ao longo dos diferentes participantes na empresa – o conselho da administração, os gestores, os acionistas e os outros intervenientes – revelando as regras e os procedimentos essenciais na toma de decisões empresariais[8]. O Corporate Governance permite, assim, perceber os objetivos estratégicos empresarias e as formas de os atingir mais facilmente, simultaneamente preocupado com a monitorização da *performance* das empresas[9].

Numa posição mais próxima, MENEZES CORDEIRO já teria notado que o especial fascínio do governo das sociedades advém da integração, entre regras jurídicas, de princípios de gestão e de normas éticas: abrange um conjunto de máximas válidas para uma gestão de empresas responsável e transparente, ficando abrangidas verdadeiras regras jurídicas societárias, como sucede com o art. 64.° do CSC. Integra, também, regras gerais de ordem civil e deveres acessórios de base jurídica, bem como princípios e normas de gestão, de tipo económico, e postulados morais e de bom senso, suscetíveis de interferir na concretização de conceitos indeterminados[10].

Cadbury em 1 de dezembro de 1992, ponto 2.5: "Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. Boards of directors are responsible for the governance of their companies*".* Este relatório constituí o princípio da discussão e aplicação do tema a nível global, in PAULO CÂMARA [et. al.], *O Governo das Organizações, A Vocação Universal do Corporate Governance*, Almedina, 2011, p. 14.

[6] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário e a Sustentabilidade da Empresa*, Almedina, Coimbra, 2019, p. 56.

[7] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, p. 124, in PEREIRA DE ALMEIDA, António, *Sociedades Comerciais*, Coimbra, 4.ª edição, 2006, p. 525.

[8] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, pp. 124-125, de acordo com www.encycogov.com. No mesmo sentido, MAIA, Pedro, *Voto e Corporate Governance*, p. 520, o conceito roda as relações internas da sociedade, o que remete para a análise das competências de cada um dos órgãos sociais. Incluindo a relação entre acionistas e a administração, onde se faz o apelo à teoria da agência, analisada adiante.

[9] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores,* p. 125.

[10] CORDEIRO, António Menezes, *A crise planetária de 2007/2010 e o governo das sociedades*, Revista de Direito das Sociedades I, 2009, pp. 281-282 e BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, p. 127.

No fundo, emerge do conjunto de regras jurídicas, instrumentos e questões respeitantes à diligência da administração e ao controlo societários[11]. Mais latamente, trata da investigação de como motivar as empresas a uma gestão eficiente, associada à economia[12], ou até mesmo, de como garantir a promoção da justiça, da transparência e da responsabilidade das empresas[13].

Como dita a OCDE, a governação é fulcral na melhoria da eficiência económica, bem como no reforço da confiança do investidor – "envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus acionistas e outros sujeitos com interesses relevantes (…) deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objetivos que sejam do interesse da empresa e dos seus acionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz"[14].

Apoia-se, dessa forma, em duas vertentes[15]:

(i) Garante a adesão dos intervenientes a códigos de conduta pré-acordados, através de mecanismos que tentam eliminar os conflitos de interesse e as quebras de deveres societários;
(ii) Permite a eficiência económica, no âmbito da maximização do valor para os acionistas.

Esta última vertente, consubstancia a razão funcional da expansão moderna do Corporate Governance, dado este caracterizar-se como um tema idóneo a fomentar as boas práticas tendentes a uma otimização do desempenho empresarial, ao reforço da capacidade competitiva e à maximização do financiamento externo. O crescimento da governação corporativa dá-se, portanto, pelo seu papel no quotidiano económico das empresas, garantindo o interesse público pela temática[16].

Como apontam vários juristas, o tema da governação não trata de temas novos no direito societário. Porém, confere a temas tradicionais uma nova dimensão e abordagem, como a organização, a composição e o funcionamento do órgão administrativo, os modos de designação e de destituição dos

[11] Na estrutura de poderes decisórios inclui-se não só a administração, mas também: a direção e os demais órgãos diretivos, sem excluir a fiscalização das organizações e a seleção dos atores organizativos in *O Governo das Organizações*, PAULO CÂMARA [et. al.], p. 14.
[12] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, p. 124.
[13] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, pp. 125-126. Outros significados concentram-se nas linhas positivas genéricas do Corporate Governance: um tema, um objetivo ou um regime a seguir para o bem dos acionistas, dos empregadores, dos clientes, dos bancos e da economia.
[14] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores,* p. 123, cit. *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*, 2004, p. 11. No mesmo sentido, a OCDE apresenta a definição: "Corporate governance guides how a company is directed and its relationships with its shareholders and stakeholders. With the right structure and systems in place, good corporate governance enables companies to create an environment of trust, transparency and accountability, which promotes long-term patient capital and supports economic growth and financial stability", disponível em www.oecd.org. Vd. ainda, MARTINS, Alexandre de Soveral, *Administração das Sociedades Anónimas e Responsabilidade dos Administradores*, Almedina, 2020, p. 21.
[15] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores,* p. 127.
[16] CÂMARA, Paulo [et. al.], *O Governo das Organizações*, p. 17.

administradores, a remuneração, e até, os meios de controlo interno e externo das sociedades, em virtude da globalização e do aparecimento de novas formas de autorregulação societária[17].

Dado a ocorrência da dissociação entre a propriedade acionista e o *management*, o absentismo no exercício dos direitos sociais, e diversas dificuldades de articulação coletiva, foram crescendo os estudos científicos, jurídicos e económicos, à semelhança das intervenções recomendatórias e normativas. Neste último ponto, a razão da expansão legislativa em matéria de governação floresce do desenvolvimento das prescrições societárias alinhadas com a internacionalização dos mercados financeiros e com a exposição aos investidores estrangeiros, suscitando a necessidade do aperfeiçoamento contínuo dos mecanismos[18].

Certos contributos recentes mais adensados consistem nas formas e nos modelos de organização do poder societário, bem como no aumento da transparência da informação societária e no realce do papel dos administradores não executivos independentes[19].

Como denota PAULO CÂMARA, "inicialmente encarada com ceticismo, a iniciativa no início do milénio passou a ser acolhida muito seriamente pelas sociedades cotadas, que viam a sua aproximação às boas práticas internacionais aumentar de modo rápido"[20]. Veremos que, contudo, atualmente, a governação é uma prática madura que transcende o espaço das empresas cotadas e de maior dimensão.

1.2. Os Apontamentos Históricos e a Importância Prática do Corporate Governance

O movimento do Corporate Governance teve início nos Estados Unidos e influenciou, por conseguinte, toda a Europa.

Historicamente, a evolução do comerciante singular para as associações e para as agrupações deveu-se à sua necessidade de obtenção de liquidez para adquirir mercadorias, o que trazia manifestas vantagens na alavancagem dos seus empreendimentos: o aumento das disponibilidades financeiras permitia aumentar o volume de negócios, e, com isso, a obtenção de maiores ganhos para o comerciante.

---

[17] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores,* pp. 127-128 e COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel, *Governação das Sociedades Comerciais*, p. 7.

[18] CÂMARA, Paulo [et. al.], *O Governo das Organizações*, p. 14 e p. 18, de acordo com bibliografia citada FISHEL, Daniel, *The Corporate Governance Movement*, 35 vanderbilt LR, 1982, pp. 1259-1291, e MORCK, Randall, *A History of Corporate Governance around the World*, London 200, pp. 1-65.

[19] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, p. 128.

[20] CÂMARA, Paulo [et. al.], *O Governo das Organizações,* p. 15, bem como MARTINS, Alexandre de Soveral, *Administração das Sociedades Anónimas,* p. 31.

Por outro lado, a associação a outros indivíduos permitia-lhes repartir os riscos inerentes a tais empreendimentos[21].

A formação de sociedades, pareceu, por isso, um caminho inevitável. Logo no séc. XV surgiram as sociedades comanditas e de responsabilidade limitada. Concentramos-mos na temática da evolução das sociedades anónimas, pois tal determinou uma progressiva dispersão do capital e uma concentração progressiva da gestão social nas mãos de gestores profissionais com participações de capital minoritárias, a chamada problemática da separação entre propriedade e controlo, conceptualmente explorada no séc. XX[22].

A origem da discussão do Corporate Governance, é, por isso mesmo, relativamente recente e remonta a 1932, nos EUA, com a exposição do tema, por BERLE e MEANS, em *The Modern Corporation and Private Property,* devido à entrega da administração das empresas a profissionais cuja responsabilidade não podia ser auditada pelos acionistas-proprietários das sociedades[23]. Foi nos anos 30 que surgiram conceitos como a transparência e a eficiência governativa, alicerçados na preocupação com os papéis dos profissionais na gestão das empresas e com as técnicas combativas dos conflitos de interesses[24].

Segundo os ensinamentos de BERLE e MEANS, naquilo que descrevem ser uma estrutura analítica[25]:

i) quanto maior e mais complexa é uma sociedade, maior será a dispersão do seu capital social devido ao maior número de acionistas sem frações significativas de capital, e a especialização da sua administração, ditando uma maior separação da propriedade e do controlo societário;

ii) os administradores em geral detêm apenas uma pequena parcela do capital social, ou não são, sequer, sócios da empresa, mas conduzem o seu destino;

iii) numa estrutura deste tipo, os interesses dos administradores diferem dos interesses dos sócios/acionistas, atendendo à sua posição face à sociedade, à sua atividade e ao risco envolvido;

iv) em especial, por mais informação que um sócio obtenha através do exercício dos seus direitos legais e contratuais, dificilmente atinge o mesmo nível de informação dos administradores, que analisaram todos os factos que consideram relevantes para decidir sobre a melhor opção para a sociedade e são os sócios que suportam os custos resultantes da divergência de interesses.

---

[21] GOMES, José Ferreira, *Da Administração à Fiscalização das Sociedades*, *A Obrigação de Vigilância dos Órgãos da Sociedade Anónima,* Almedina, 2015, p. 42, bem como bibliografia constante na nota de rodapé n.º 100.

[22] GOMES, José Ferreira, *Da Administração*, p. 48. Sobre uma análise detalhada da evolução das sociedades, pp. 43-48.

[23] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, p. 63.

[24] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, pp. 129-130.

[25] GOMES, José Ferreira, *Da Administração*, p. 49; pp. 51-52. Em 1932, no fundo, abriu-se academicamente a discussão sobre a relação dos administradores com a sociedade e os seus acionistas.

De acordo com estes autores, a sociedade anónima tornou-se, na prática, numa forma de organização da vida económica baseada na concentração da riqueza em inúmeros sócios-acionistas e na comissão da sua gestão a uma direção unificada[26]. O proprietário da sociedade passou de uma posição ativa, de controlo direto e imediato sobre a atividade societária, para uma posição passiva, de titularidade de uma participação social à qual estão adstritos um conjunto de direitos e deveres, sem controlo direto sobre aquela atividade. A sua posição teria, de ser, por isso, devidamente acautelada e protegida!

Sem surpresas, portanto, as sociedades adaptaram-se a estas exigências e organizaram-se internamente. Assim apareceram as primeiras autorregulações na cultura jurídica societária americana[27], e no Mundo, com o nascimento de diversos modelos de governança que representavam as diferenças societárias estruturais, normativas e até culturais dos diferentes ordenamentos jurídicos[28].

Porém, só nos anos 70 no século XX, nos EUA, no âmbito do caso *Watergate*, é que a questão da separação funcional entre quem detém o capital e quem gere os recursos, se colocou, na prática, pois muitas sociedades tinham financiado ilegalmente a campanha eleitoral do presidente norte-americano Richard Nixon, e subornado membros de governos estrangeiros[29] [30]. Ao concluir-se que o sistema de administração e controlo societários tinham sido inadequados, foi desenvolvido um debate interdisciplinar sobre a governação das sociedades, dando lugar ao aparecimento de textos recomendatórios de associações de juristas americanas, como, por exemplo, o *American Law Institute*[31].

Seguidamente, nos anos 90, no espaço norte-americano, ao '*board',* convertido num órgão de fiscalização, era atribuída uma função de zelar pelo cumprimento da lei, dos estatutos e dos deveres de

---

[26] GOMES, José Ferreira, *Da Administração*, p. 49 e BERLE, Adolf, MEANS, Gardiner, *The Modern Corporation and Private Property,* Harcourt, Brace & World, Inc., 1932, p. 4.

[27] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, p. 129.

[28] Veja-se, aqui, as considerações de CÂMARA, Paulo [et. al.], *O Governo das Organizações*, p. 45: «Não existe um tratamento uniforme das questões relacionados com o governo das sociedades anónimas, cabendo realizar distinções em função da dimensão da sociedade (*one size does not fit all*), da ligação (ou não) ao mercado de valores mobiliários e ao grau de dispersão a estrutura acionista». Este ponto é de reter ao longo de todo o trabalho: se o problema da separação da propriedade e controlo se densifica, teoricamente, nas sociedades anónimas de maior dimensão e nas cotadas com ligação ao mercado externo, as soluções oferecidas a sociedades de menor dimensão ou com estruturas organizacionais mais simplificadas, serão, necessariamente, distintas.

[29] MAIA, Pedro, *Voto e Corporate Governance,* p. 530. O Watergate revelou uma série de casos de comportamentos impróprios de *managers* – corrupção, pagamentos indevidos, evasões fiscais, violação generalizada de leis (segurança, ambientais, etc.). ROBERTA KARMEL em *The Quest for Accountability*, SEC, relatou em 9 de janeiro de 1980: «*it is important to remember the congress which passed the federal securities laws believe it was important for the government to effectively regulate business in order for capitalism to survive*».

[30] Os acontecimentos conectados às falhas de responsabilização tornaram-se indesculpáveis quando ocorreu o conhecimento público das contribuições ilegais para campanhas políticas e da corrupção de funcionários estrangeiros na obtenção de vantagens competitivas nos mercados, in GOMES, José Ferreira, *Da Administração*, pp. 31-32, cfr. BERLE, Adolf, MEANS, Gardiner*, The Modern Corporation and Private Property*, 1968 e DODD, Merrick, *For Whom are Corporate Managers Trustees*?, Harvard Law Review, 45, 1932.

[31] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, p. 65. A propósito, em subcapítulo próprio indicaremos o porquê de estes textos se tratarem de "textos recomendatórios".

cuidado e diligência, mas também a função de avaliar o desempenho e a qualidade de atuação dos *managers,* no alinhamento dos interesses dos acionistas[32].

Em 1992, o *American Law Institute* desenvolveu os *Principles of Corporate Governance*, procurando unificar a 'corporate law' americana. Foi aqui que primeiro se discutiram as ideias de transparência corporativa, de nomeação dos administradores independentes não executivos, da criação de comissões e da elaboração de um dever geral de vigilância e de fiscalização da sociedade[33].

Após esta iniciativa, as empresas norte-americanas tomaram a iniciativa de publicar códigos dirigidos aos seus próprios administradores. Não se pode dissociar este crescimento do contexto realista do país: a partir dos anos 90, a política económica e a prevenção de riscos assumiram a necessidade de regulação através das ofertas públicas de aquisição, as quais implicavam custos sociais elevados. Como nos EUA as empresas se financiavam junto do mercado de capitais, a informação credível e a segurança tornavam-se ferramentas essenciais que mereciam proteção de instrumentos de Corporate Governance[34].

Porém, o verdadeiro motor do governo das sociedades nasceu com os grandes escândalos financeiros das multinacionais americanas, como a *Euron,* em 2001 e a *Worldcom*, em 2002[35]. Estas crises atacaram os mercados financeiros mundiais e evidenciaram falhas graves ao nível da fiscalização interna orgânica, de auditoria e do controlo contabilístico. Revelaram a má resolução de conflitos de interesse entre a sociedade e os administradores[36], incluindo, ainda, a concessão de vultuosos mútuos e remunerações excessivas aos diretores e administradores, executivos e não executivos[37].

A sua ocorrência permitiu a procura de soluções para que os efeitos das crises fossem minimizados[38]. Após as consequências dos escândalos, a lei *Sarbanes-Oxley Act*[39] de 2002 procurou

---

[32] MAIA, Pedro*, Voto e Corporate Governance,* p. 542.

[33] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores,* p. 130. A obra *American Law Institute: Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations* apenas foi publicada em 1994.

[34] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, pp. 64-65, cit. CORDEIRO, António Menezes.

[35] Segundo CORDEIRO, António Menezes, *A Crise Planetária de 2007/2010*, p. 264. As cotações da bolsa em 2002 registaram uma quebra de 8 500 biliões de dólares nos EUA. Todavia, foram crises curtas, enfrentadas com os sacrifícios de empresas mais expostas e com injeções maciças de liquidez [p. 276].

[36] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, p. 131.

[37] COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel, *Governação das Sociedades Comerciais*, p. 8. Veja-se, igualmente, a Comunicação da Comissão ao Conselho e ao PE, para prevenir e combater as práticas abusivas nos domínios financeiros e das sociedades, de 27-09-2004. Ainda, CORDEIRO, António Menezes, *A Crise Planetária de 2007/2010*, p. 285: "Mas uma indexação da sua retribuição [dos gestores] às contingências de resultados momentâneos deve ser revista: haverá que atender a objetivos profundos e ligados ao coração dos negócios".

[38] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, p. 65. Segundo o autor, "A preocupação em reformar as regras jurídicas subjacentes à governação de sociedades é quase contínua, acompanhado as inquietações que ciclicamente vão atingindo os mercados e as economias em geral", de acordo com CÂMARA, Paulo, FERREIRA, Bruno, *A Governação de Sociedades Anónimas nos Sistemas Jurídicos Lusófonos – A Identidade Lusófona da Governação de Sociedades,* Almedina, 2013, p. 27.

[39] Acessível em www.sarbanes-oxley-act.com. A Public Company Accounting Oversight Board é uma corporação sem fins lucrativos criada para supervisionar as auditorias de empresas públicas listadas nos EUA.

restaurar a confiança do público na governação corporativa, no mundo das empresas cotadas nos EUA, com o *Public Company Accounting Oversight Board*, pretendendo supervisionar os auditores das empresas públicas, protegendo os interesses dos investidores e o interesse público na preparação de relatórios de auditoria informativos, independentes, e, sobretudo, fiáveis e imparciais[40].

De mãos dadas e atenta aos problemas de governança, a União Europeia foi célere no apoio[41].

Regulamentaram-se as relações entre o conselho de administração, a gestão, a comissão de auditoria e os revisores oficiais de contas. Admitiu-se que, somente os administradores independentes atuam em comissões próprias e desenharam-se os critérios para uma remuneração equilibrada. Garantiu-se a independência dos auditores externos. Favoreceu-se a divulgação pública completa da informação sobre governação. Os *stakeholders*, acionistas e colaboradores da empresa que forneçam evidências de fraude ou denunciem irregularidades, mereceram proteção. A estas medidas, acompanharam a implementação de sistemas de controlo interno e de comités supervisores[42], permitindo a diminuição dos riscos negociais, tal como o fortalecimento dos meios de identificação de evasão empresarial[43].

Em 2010, nos EUA, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) propôs mudanças nos procedimentos regulatórios para as empresas cotadas, incluindo votos obrigatórios sobre a alta remuneração dos executivos, a eleição anual de administradores e a criação de comissões de exposição ao risco da empresa. Ao nível da administração, sugeriu-se a separação entre o papel do *chief executive officer* (CEO) e o do presidente do conselho de administração (*chairman*)[44].

Na Inglaterra, outros escândalos como *Maxwell*, *Polly Peck Internacional* e *Brent Walker*, no final dos anos 80, deram força ao *Comittee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, na elaboração do *Cadbury Report*, em 1992: um código de boas práticas das sociedades cotadas inglesas, direcionado para o processo financeiro. Este acompanhava as exigências, já mencionadas, da utilização alargada de

---

[40] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, p. 71.

[41] Vide a Comunicação da Comissão ao Conselho e ao PE, COM (2003) 284 final, que reforçou que a UE deve definir uma abordagem própria em matéria de governação, adaptada às suas tradições culturais e empresariais. A Lei Sarbanes-Oxley, representou uma resposta rápida mas "suscitou uma série de problemas, devido aos seus efeitos extraterritoriais a nível das empresas na Europa, tendo a Comissão empreendido um intenso diálogo com as autoridades norte-americanas no domínio da regulamentação com vista a negociar soluções aceitáveis". Em muitas áreas, a UE partilha objetivos e princípios idênticos aos enunciados nessa Lei. Noutras áreas, contudo, são necessárias novas iniciativas, in CORDEIRO, António Menezes, *A Crise Planetária de 2007/2010*, p. 279.

[42] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, pp. 71-72.

[43] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores,* p. 131. Segundo MENEZES CORDEIRO, as aventuras Enron e WorldCom mostram que a contabilidade deve ser saudável e controlável, enquanto que a divulgação dos riscos e a fiscalização interna carecem de ser operativas, in *A Crise Planetária de 2007/2010*, p. 285.

[44] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, p. 81 e BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, p. 132.

administradores não executivos independentes, da introdução de comissões de auditoria, de remunerações e de nomeação, bem como a informação pública de que o código de governo societário tinha sido cumprido, ou, não sendo, exigia-se a explicação desse incumprimento (*comply or explain*)[45].

À semelhança, o relatório COSO de 1992, definiu o controlo interno como um processo efetuado pela administração e outros colaboradores, de modo a garantir eficiência e eficácia das operações, a fiabilidade das demonstrações financeiras e a conformidade com as leis e os regulamentos[46].

Estas medidas, se, por um lado, levaram à maior transparência e confiabilidade do *report* financeiro, ao reforço da qualidade e da segurança da informação divulgada, bem como a tomada de melhores decisões de investimento pela confiança na ética das operações conduzidas pelas empresas, não deixaram, por outro lado, de burocratizar procedimentos e revelar duros custos de implementação[47].

Nos anos mais recentes, a globalização económica e a liberalização dos mercados de capitais começaram a influenciar a mudança de horizontes na procura de soluções. Da mesma forma, o papel dos investidores institucionais, que influenciam não só empresas como as próprias autoridades reguladoras dos mercados de capitais, à semelhança do crescimento das tecnologias de informação enquanto mecanismos de interligação entre os atores empresariais, densificaram o aparecimento de uma multiplicidade de códigos de boa conduta, relatórios e de recomendações por toda a Europa[48].

Hoje, são as sociedades anónimas as que mais têm literatura sobre o governo das sociedades, devido ao facto de serem historicamente organizações com atos duradouros de investimento, cujas participações sociais estão tipicamente sujeitas a uma livre transmissibilidade e cujos valores mobiliários são aptos a serem negociados em mercado, o que implica um regime de confiança mais robusto. Depois, são os riscos privativos destas sociedades como o risco da atuação ineficiente dos administradores, o risco do desvio do interesse da sociedade na atuação em proveito próprio e, finalmente, o risco de informação assimétrica, que explicam o avanço histórico analisado[49].

---

[45] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, p. 67. Quanto ao Código, surgiu "as a result of in increasing lack of investor confidence in the honesty of the corporates and the accountability of listed companies due to the sudden collapse of two UK-based companies, in FERRAZ, Duarte Pitta, ADHIKARI, Manish, *The Manual of Corporate Governance, Theory and Practice for Scholars, Executive and Non-Executive Directors*, p. 8. A propósito do que se designa por '*comply or explain'*, elaboremos considerações adiante.

[46] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, p. 66.

[47] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, pp. 72-73.

[48] COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel, *Governação das Sociedades Comerciais*, pp. 9-10. Bem como, BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, p. 133.

[49] CÂMARA, Paulo [et. al.], *O Governo das Organizações,* pp. 43-45, e o Livro I da Comissão Jurídica do IPCG, de Fevereiro de 2007, acessível em https://cgov.pt/o-ipcg/53-publicacoes/estudos-cadernos/236-o-livro-i-da-comissao-juridica-do-ipcg.

1.3. Os Princípios Gerais do Corporate Governance

Os *Principles of Corporate Governance*, desenvolvidos pelo American Law Institute, agrupavam normas com origem em jurisprudência, normais legais com possível codificação e recomendações de práticas dirigidas às sociedades para adoção voluntária. Em especial, consubstanciavam-se em modelos de conduta impostos aos administradores[50].

Os princípios, nascidos no ceio do direito americano, acompanharam a positivação do *business judgment rule*, na responsabilização dos administradores e na sindicabilidade dos tribunais. No entanto, como aponta FILIPE BARREIROS, "a jurisprudência tem privilegiado o princípio da insindicabilidade do mérito das decisões de gestão, mas a efetivação da responsabilidade para com a sociedade tem sido bastante rara". Por certo, nas decisões judiciais, poucas são aquelas que condenam o administrador perante a sociedade, por violação do dever de diligência de gestão[51].

Estes dipositivos de *soft law* permitiram, enquanto proposta de regulamentação e vetor de uniformização do direito societário norte americano, motivar os tribunais ao seu acolhimento, bem como os legisladores estaduais e a própria sociedade civil[52].

Em 1999, a OCDE lançou, igualmente, os Princípios de Corporate Governance, os chamados '*benchmarks'* para os governos das sociedades comerciais. Estes instrumentos visavam a otimização do desempenho das sociedades, tornando-as mais eficientes, protegendo o acesso de todos os acionistas e interessados. No preâmbulo deste documento, a OCDE realçava a importância do sistema de governação para a confiança no bom funcionamento da economia do mercado, incluindo na estabilização dos fluxos internacionais de capitais e no aumento da segurança dos investidores, credores e dos fornecedores[53].

Embora desenhados inicialmente tendo como principais destinatários as sociedades abertas, alguns autores argumentam o seu emprego, por extenso, aos outros tipos de sociedades, dado a "aplicação de princípios éticos de conduta no *modus operandi* dos administradores e à melhoria da eficácia do desempenho da sociedade"[54].

---

[50] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, p. 137.
[51] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, p. 142.
[52] CAETANO, Pedro, *Corporate Governance*, Almedina, Coimbra, 2006, pp. 60-63 e *Principles of Corporate Governance*, cit. pp. 286-289. Adiante analisamos o que entendemos por *soft law*.
[53] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, p. 133; p. 138. Segundo o Preâmbulo dos Princípios de Corporate Governance. Igualmente, sobre os objetivos, p. 4: "Os Princípios destinam-se a ajudar os governos de Estados-Membros e países terceiros nos seus esforços para avaliar e melhorar o enquadramento legislativo, institucional e regulamentar do governo das sociedades", disponível em www.oecd.org.
[54] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, p. 139.

Trata-se de uma iniciativa de nível intergovernamental, que, embora não injuntiva, permitiu que os princípios fossem utilizados como referência para os governos, no momento de definir as normas e regulamentos para o estabelecimento da estrutura e controlo do Corporate Governance. Num mundo globalizado, os princípios pretendem melhorar a informação fiável, a competitividade e facilitar os investimentos e circulação de capitais, protegendo, com eficácia, os interesses dos *stakeholders*[55].

Observe-se que, em 2004, foi criado, nesse mesmo sentido, o Fórum Europeu do Governo das Sociedades, uma vez que o "governo das sociedades de qualidade e transparente constitui uma condição fundamental para reforçar a competitividade e eficiência das empresas na União Europeia, bem como os direitos dos acionistas e a proteção de terceiros"[56].

1.4. Em particular, o Crescimento do Corporate Governance no Espaço Português

Em Portugal, as crises financeiras verificaram-se, entre outras, no Banco Português de Negócios, no Banco Espírito Santo e na Portugal Telecom, que deixaram descobertas falhas na governação e problemas sistémicos a necessitar de reforma urgente[57]. Também no espaço português o Corporate Governance deu respostas: um estudo de 2007 da consultora *Heidrick & Struggles*, situou Portugal na 6.ª posição de dez países analisados, qualificando a governança como um assunto central e estratégico[58].

Algumas medidas de governação societária adotadas pelo mundo são aproveitadas em Portugal, no âmbito do CSC aplicado às sociedades em geral, como o reforço dos deveres de lealdade e das responsabilidades dos administradores, o fortalecimento do papel fiscalizador dos administradores não executivos (407.º, n.ºs 3 a 5), a existência do órgão independente de fiscalização (413.º e ss. e 446.º) e a criação de uma comissão nomeada para fixação das remunerações dos administradores (399.º)[59].

O DL n.º 76-A/2006, de 29 de março, permitiu realçar os princípios da governação, nomeadamente quanto à competência técnica dos administradores, e outras alterações que visassem a estrutura de

---

[55] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, p. 68. Sobre a não vinculatividade e sobre a natureza dinâmica dos princípios, vide Os Princípios de Corporate Governance, p. 13.

[56] Consideração n.º 1, da Decisão da Comissão de 15 de outubro de 2004 (2004/706/CE), disponível em https://eur-lex.europa.eu. O organismo foi criado com o seguinte propósito: "deve funcionar como instância de intercâmbio de informações e das melhores práticas existentes nos Estados-Membros, a fim de reforçar a convergência dos códigos nacionais de governo das sociedades" (consideração n.º 6).

[57] CÂMARA, Paulo [et. al.], *O Governo das Organizações,* p. 65. No seu entendimento, as fraudes verificadas aumentaram a pressão para não se continuar a contemporizar com uma gestão sem efetiva e eficaz supervisão.

[58] Heidrick & Struggles, *Is your board fit for the global challenge? Corporate Governance in Europe,* em www.heidrick.com.

[59] COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel, *Governação das Sociedades Comerciais*, p. 15, bem como BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores,* p. 135.

funções dos órgãos sociais para uma maior exigência de informação e transparência das contas sociais (278.º, n.º1, alíneas a) e b), 390.º a 423.º-A, 424.º-446.º)[60]. Com esta reforma, introduziu-se o conceito de grande sociedade anónima, na qual é imposta a obrigatoriedade de fiscalização, para além de um revisor oficial de contas externo, veja-se o art. 413.º, n.º 2, alínea a). Esta reforma introduziu, também, a figura do membro independente de órgão social (cfr. art. 414.º, n.º 5)[61].

Em particular, a redação introduzida pelo DL no artigo 64.º sobre os deveres de diligência apresenta-se como simplista e genérica e deixa margem para a subjetividade na avaliação dos administradores, implicando um maior esforço de precisão por parte da jurisprudência e da doutrina aos casos concretos[62].

A introdução do n.º 2 do art. 70.º, com o DL n.º 185/2009, obrigou à disponibilização do relatório sobre estrutura e práticas do governo societário, caso este não faça parte integrante do relatório de gestão da empresa. Na sequência, a CMVM emitiu o Regulamento 4/2012, ao abrigo do artigo 254.º, n.º 4 do CVM, o qual enquadra a forma como a informação relativa às práticas de governo adotadas deve ser prestada por pelas sociedades cotadas em bolsa[63]. As sociedades emitentes de ações devem elaborar anualmente um relatório anual de governação sobre o grau de acolhimento do código de governo, cfr. o art. 245.º-A do CVM[64].

No nosso ordenamento, a declaração de cumprimento deve respeitar os princípios gerais em matéria informativa, de acordo com o art. 7.º CVM, e ser completa, verdadeira e objetiva. Nas sociedades não cotadas, manifesta-se o dever de elaboração de relatório anual de governação (art. 70.º, n.º 2 CSC), que testa os meios que possam conduzir ao aprimoramento do governo societário[65]. O cumprimento permite que as empresas tenham melhor imagem e reputação, mais facilidade de acesso ao financiamento e acréscimos consideráveis na venda dos seus produtos[66].

---

[60] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores,* p. 134. A propósito, há uma aplicação simultânea dos dois códigos CVM e CSC, com normas distintas e/ou aplicações de preceitos específicos às sociedades abertas e às sociedades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, alguns em comum com as sociedades comerciais em geral, como é o caso dos deveres de prestação de informação (236.º e ss. CVM), in *O Governo das Organizações,* CÂMARA, Paulo [et. al.], p. 46.

[61] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, pp. 75-76.

[62] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores,* p . 143. Igualmente, CÂMARA, Paulo [et. al.], *O Governo das Organizações,* p. 19.

[63] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 76.

[64] CÂMARA, Paulo [et. al.], *O Governo das Organizações,* p. 46. Vd. igualmente BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, pp. 133-134, sobre o Regulamento 1/2010.

[65] PINTO, José Costa, [et. al.], *A Emergência e o Futuro do Corporate Governance em Portugal*, Almedina, 2014, p. 160.

[66] MARTINS, Alexandre de Soveral*, Administração das Sociedades Anónimas*, p. 39.

A propósito do acolhimento prático das exigências de governação, evidenciou-se o recurso às explicações efetivas para o não cumprimento das recomendações[67].

Acresce, que as análises efetuadas nos últimos anos sobre o grau de acolhimento das recomendações de governo em Portugal têm revelado números positivos, convergindo aqui os relatórios empíricos preparados pela Universidade Católica Portuguesa e pela CMVM, os quais analisaremos adiante.

1.4.1. A questão da natureza jurídica – um instrumento de *soft law* vinculativo?

A governação corporativa está intrinsecamente ligada ao reconhecimento do *soft law* e às *regulações from below*, contrapostas ao *hard low*, como formas de regulação que influenciaram o mundo das sociedades comerciais no final século XIX.

De facto, foi principalmente por via da intervenção da autoridade administrativa que se foi afirmando um conjunto de outras indicações com muito relevo para a compreensão do quadro jurídico do governo das sociedades cotadas em Portugal, com natural destaque para o Código do Governo das Sociedades, de conteúdo recomendatório, publicado pela CMVM[68] [69], como observámos no supra.

A publicação do Livro Branco sobre Corporate Governance, em 2006[70], pelo IPCG[71], como código de conduta e símbolo dos princípios da governação, embora não juridicamente vinculativo, passou, na prática, a influenciar a sua imposição a favor dos *stakeholders*[72]. É aqui que, o Corporate Governance

---

[67] Em 208 casos considerou-se existir uma explicação efetiva para o não cumprimento. Apenas 10 casos revelaram a inexistência de qualquer explicação e 45 casos a existência de explicação mas que não é efetiva, cfr. ponto II.3.1. do Relatório Anual sobre o Governo da CMVM de 2012, p. 69, disponível em www.emitentes.pt.

[68] O Considerando n.º 20 do Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, refere explicitamente que as recomendações e pareceres genéricos da CMVM são "atos sem conteúdo normativo próprio", apesar de poderem "contribuir para esclarecer e orientar a prática dos operadores".

[69] Veja-se, GOMES, Jorge Ferreira, *O novo Código de Governo das Sociedades do IPCG e a substituição do Código da CMVM*, Revista de Direito das Sociedades, 2017, vol. 9 (4), pp. 980-981. As recomendações e sugestões de âmbito privado não são juridicamente vinculativas mas podem se impor de facto, pela pressão dos investidores, e ser fonte de usos societários como os que apareceram em Portugal, nomeadamente, as recomendações da CMVM, e em particular, o regulamento CMVM 7/2001, disponível em www.diariodarepublica.pt, que elevou parte das recomendações a verdadeiros deveres, in COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel, *Governação das Sociedades Comerciais*, pp. 10-11 e CÂMARA, Paulo, *Códigos de Governo das Sociedades*, 2002, p. 65.

[70] Disponível em https://cgov.pt/images/ficheiros/2018/livro_branco_cgov_pt.pdf.

[71] O IPCG é uma associação de direito privado, sem fins lucrativos, com o objetivo de "promover a difusão das boas práticas do governo societário como instrumento incontornável para a eficiência económica, o crescimento sustentável e a estabilidade financeira, fundados num modelo recomendatório que partilha a autorregulação", acessível em https://cam.cgov.pt/images/ficheiros/2020/revisao_codigo_pt_2018_ebook-05.11.2020.pdf.

[72] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores,* p. 136.

assume um papel mais moralizador e fiscalizador, com intervenções das autoridades de supervisão a tentar estabelecer princípios reguladores das grandes sociedades abertas[73].

No entanto, o Regulamento 4/2013, de 1 de agosto, da CMVM, através dos artigos n.ºs 2 e 1.º, n.º 3 foi perentório no convite à autorregulação responsável, em prejuízo da primazia do controlo da autoridade pública de supervisão, já que as sociedades: "devem explicar, de modo efetivo, justificado e fundamentado, a razão do não cumprimento das recomendações (…) em termos que demonstrem a adequação da solução alternativa adotada aos princípios de bom governo das sociedades e que permitem uma valoração dessas razões em termos que a tornem materialmente equivalente ao cumprimento da recomendação"[74], naquilo que se designa de procedimento *comply or explain*[75].

Esta autorregulação é um modo das sociedades se afirmarem no mercado, ao escolherem adotar as recomendações[76]. Cada empresa é livre de adotar a prática de governo que considera mais adequada à sua situação e natureza, bastando as justificações da sua recusa[77].

Contudo, a referida prestação de informação segue o modelo fixado pela CMVM, em anexo, no Regulamento 4/2013, o qual estabelece um modelo padronizado obrigatório de relatório de governo a ser adotado pelas sociedades cotadas quanto ao acolhimento das práticas de governo. Este contexto de intensa legalidade vinculativa dificulta a transição para um modelo de efetiva autorregulação[78].

Paralelamente, em 2017, o IPCG iniciou o percurso de desenvolvimento e consolidação do seu próprio código, apoiado na celebração de um acordo prévio com a CMVM[79]. Publicado a 13 de outubro

---

[73] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, p. 65, cit. CORDEIRO, António Menezes.

[74] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, p. 357. No mesmo sentido, PINTO, José Costa [et al.], *A Emergência e o Futuro do Corporate*, p. 162. Regulamento disponível em www.diariodarepublica.pt. Segundo o primeiro, a justificação deve assentar em aspetos específicos da sociedade ou da sua circunstância que justifiquem o afastamento da recomendação ou a sua inaplicabilidade ao caso concreto, bem como deve evidenciar a conformidade da conduta alternativamente adotada com boas práticas de governo reconhecidas. Esta autorregulação é, também, genericamente admitida, nos termos do artigo 372.º do CVM.

[75] FERREIRA, Abel Sequeira, *A Soft Law*, nota 48, segundo CÂMARA, Paulo, *Códigos de Governo*, cit., p. 30, nota, com propriedade, que o duplo dever informativo subjacente ao "comply or explain" corresponde, na verdade, a um "*disclose if you comply with the code or explain why you don't*".

[76] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, pp. 353-354; p. 362. Por exemplo, existe um risco reputacional dos gestores que podem ver afetada a sua valorização no mercado profissional se forem associados a práticas irregulares. Ou mesmo, a existência de fatores de competição empresarial que vêm nas boas práticas formas de distinção positiva em relação a concorrentes, e até, a pressão dos investidores e da opinião pública.

[77] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, p. 355. Porém, quem não adere às recomendações tem tendencialmente, menos custos ou menos limitações, pelo que se torna, aparentemente, mais competitivo.

[78] PINTO, José Costa [et. al.], *A Emergência e o Futuro do Corporate*, p. 48.

[79] Vide Comunicado conjunto CMVM-IPCG, de 16 de março de 2016, no qual a CMVM e o IPCG estabelecem bases de entendimento sobre códigos de governo societário e a promessa de submissão de um novo código a consulta pública pelo IPCG. 'Nessa linha, foram estabelecidas as circunstâncias que permitirão que a CMVM (…) deixe de publicar o seu Código abrindo espaço para que o IPCG se afirme como o emitente do código de governo das sociedades de referência do mercado português', disponível em https://staging.cgov.pt/images/ficheiros/2018/comunicado_conjunto_cmvm_ipcg.pdf.

de 2017, este código trouxe desejável reflexão e debate, refletindo as melhores práticas internacionais devidamente adaptadas à realidade do nosso tecido empresarial e do nosso sistema jurídico[80].

O quadro português conheceu, também, uma experiência próxima da autorregulação por via deste código. No âmbito do *comply or explain,* torna-se intuitivo perceber em que medida o acolhimento das recomendações é efetivo ou até que ponto os meios alternativos são admissíveis e equivalentes[81], porquanto dado a sua natureza recomendatória, a adesão formal ao Código do IPCG pode não significar mudanças, na prática, de forma substancial, na vida das sociedades[82]. O ponto I.5. do código é manifesto: "a informação prestada pela sociedade sobre o grau de acolhimento deve ser completa, clara e objetiva, nomeadamente no tocante à explicação sobre os fundamentos de não acolhimento de recomendações".

Porém, estes textos, são vistos pela generalidade da doutrina como não constituindo Direito, por se considerarem desprovidos de juridicidade, dado estarem em causa normas deontológicas e regras de boa conduta, destituídas de sanção jurídica, com carácter impreciso e vago[83] [84].

ABEL FERREIRA discorda: "a eventual ausência de normatividade do código de governo, nunca permitiria, só por si, afirmar que o código de governo não é direito. E, em segundo lugar, em qualquer caso, também não é evidente, que a *soft law* constitua um espaço exterior, ou estranho, à juridicidade"[85].

A mera identificação dos instrumentos de *soft law* como não vinculativos não oferece sustentação, uma vez que a não normatividade não retira que estes presentem verdadeiros efeitos jurídicos. Em última análise, as regras terão diferentes graus de vinculatividade, de precisão e de aceitação[86]. Ainda, apesar do carácter recomendatório do código da CMVM, este constitui o resultado da produção de uma entidade administrativa autorizada a produzir normas, intervindo, por isso, na esfera jurídica dos particulares[87].

---

[80] GOMES, Jorge Ferreira, *O novo Código de Governo das Sociedades do IPCG*, p. 981.

[81] CÂMARA, Paulo [et. al.], *O Governo das Organizações,* pp. 27-28 e CÂMARA, Paulo, *Introdução em Código de Governo das Sociedades Anotado*, 2012, pp. 20-34. Igualmente celebrada, veja-se o conteúdo da Diretiva 2013/34/CE, no artigo 20.º, a propósito ao conteúdo da declaração sobre governação.

[82] COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel, *Governação das Sociedades Comerciais*, pp. 17-18.

[83] FERREIRA, Abel Sequeira, *A Soft Law e a Juridicidade dos Códigos de Governo das Sociedades*, Revista de Direito das Sociedades, 2018, vol. 10, pp. 183-185; p. 192, disponível em: www.governancelab.org e CÂMARA, Paulo, *Introdução ao Código de Governo*, p. 13.

[84] Cfr. cit. "Sendo o código destinado a conformar a conduta dos agentes económicos (…) mais importante do que uma imposição vertical de recomendações é a reflexão pelos próprios visados acerca da importância da adoção das melhores práticas", in GOMES, Jorge Ferreira, *O novo Código de Governo das Sociedades do IPCG*, p. 982.

[85] FERREIRA, Abel Sequeira, *A Soft Law*, pp. 186-188. Relembrando que o *soft law* pode assegurar um adicional de flexibilidade em matérias para as quais a lei geral e abstrata não encontra soluções conformadoras da variedade das situações concretas. Simultaneamente, pode funcionar como fase preparatória de *hard law*.

[86] FERREIRA, Abel Sequeira, *A Soft Law*, pp. 195-198, cit: "Para que seja Law, a soft law tem necessariamente de revestir suficiente força jurídica, mesmo que mínima, para que ainda se possa falar de Direito".

[87] FERREIRA, Abel Sequeira, *A Soft Law*, p. 205. Num tal quadro, as recomendações não têm carácter meramente informativo nem opinativo: contêm enunciados de regras de conduta, cuja adoção é desejada [p. 206].

Desde logo, por exemplo, é perfeitamente admissível que a autorregulação preveja sanções e mecanismos de execução das respetivas regras, circunstância que, na visão tradicional em análise, a afastaria do domínio da *soft law.* Na verdade, embora o não acolhimento não comporte em si um comportamento juridicamente reprovável, a simples indicação de recomendações e a exigência de explicações, preenchendo um espaço que anteriormente seria de livre atuação, representa o acrescentar de um condicionamento à atividade das entidades visadas[88] [89].

Segundo PEDRO MAGALHÃES, a mera *soft law* é insuficiente, há que prever regras claras e sancionáveis, reconhecendo-se ao papel regulador da legislação, para garantir segurança e fiabilidade do mercado[90]. COUTINHO DE ABREU e PAULO OLAVO CUNHA defendem a tese de uma monitorização mais eficaz pela regulação estatal, em prejuízo da autorregulação, do papel supletivo do Estado e da liberdade negocial[91]. No entendimento de FILIPE BARREIROS, a fragilidade do poder de mercado verificado pelas crises sucessivas sugere, aliás, que o papel regulador da lei é importante, conseguindo entregar credibilização e confiança no sistema[92] .

Dir-se-á que o código de governo tem como objetivo a produção de efeitos práticos, ainda que apenas indiretos, em virtude do princípio *comply or explain*. Numa posição de grau médio, procurou-se demonstrar que o código de governo tem força jurídica própria, ainda que não tenha força normativa. Se têm alguma juridicidade, os códigos podem ser descritos como *soft law*, apesar de a expressão, na maioria dos casos, poder revelar-se ambígua e enganadora[93].

---

[88] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, pp. 356-357. Por um lado é desejável a aplicação geral e igualitária dos códigos, por outro lado, demasiada regulação tornaria os negócios mais inflexíveis e aumentaria a burocracia. A acompanhar esta posição, COSTA PINTO, salienta que, no sistema português, se atribui um excessivo peso de fontes legislativas sobre Corporate Governance in *A Emergência e o Futuro do Corporate*, p. 159. Sobre a necessidade de uma *hard law*, na opinião do primeiro, não basta criar normas nem aconselhar ao seu cumprimento, pois há sempre quem prefira não cumprir se nisso tiver alguma vantagem [p. 358].

[89] A apreciação do grau de acolhimento das recomendações encontra-se sujeito a um modelo de fiscalização pública, segundo FERREIRA, Abel Sequeira, *A Soft Law*, pp. 204-205 e p. 210. O relatório da CMVM sobre o grau de acolhimento das recomendações funciona, p.e., como forma de censura indireta aos "incumpridores".

[90] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, p. 359.

[91] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, p. 360, citando COUTINHO DE ABREU, "de facto, o que se verifica é uma adesão formal das sociedades aos códigos recomendatórios de boa governação, que pode, muitas vezes, não ser mais do que um pretexto para tudo continuar substancialmente na mesma (…)". Igualmente, CORDEIRO, Menezes, *A Crise Planetária de 2007/2010*, p. 286.

[92] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores,* p. 144.

[93] FERREIRA, Abel Sequeira, *A Soft Law*, p. 217; pp. 221-222.

CAPÍTULO 2

Dos Problemas Tradicionais do Governo das Sociedades à Atualidade

2.1. O Ponto de Partida: A necessidade de evitar os Conflitos de Agência entre administradores e os sócios nas sociedades anónimas

A teoria da agência surgiu nas últimas décadas do século XX, argumentando que o funcionamento da empresa se trata de um contrato renegociado, planeado por uma agregação de indivíduos, cada um com o objetivo de maximizar a sua própria utilidade[94]. A atividade de administração das sociedades é uma tarefa que tende para a profissionalização, quer face à crescente dimensão da sociedade comercial, quer devido à maior exigência e relevo social que se coloca ao desempenho da gestão[95]. De tal forma que, sem a administração, o êxito da atividade económica da empresa estaria colocado em causa[96].

Perceber, de antemão, no contexto atual legal, a figura do administrador e as suas incumbências na condução das sociedades em geral, e posteriormente, das sociedades anónimas em específico, é um passo que, por necessidades de ordem lógica e valorativa, somos obrigados a analisar e densificar. É, afinal, sobre ele, que todo o nosso estudo se constrói.

Depois, exploraremos os diferentes modelos de governo (clássico/latino, germânico/dualista e anglo-saxónico) e a sua influência na estrutura e funções do conselho de administração, enquanto órgão social com superior incumbência.

2.1.1. Quem é o Administrador Societário?

Repara-se que o administrador é uma figura, de elevada responsabilidade, que surge em virtude de não ser possível que o conjunto de associados decida sobre todos os aspetos da vida social, incluindo os quotidianos. Assim, o gestor tem uma relação de serviço ou mandato de gestão[97], através da qual tem o

[94] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 94.
[95] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 38.
[96] PERESTRELO DE OLIVEIRA, Ana, *Manual do Governo das Sociedades,* Almedina, Coimbra, 2017*,* p. 19.
[97] De acordo com PEREIRA DE ALMEIDA, António, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. I – As Sociedades Comerciais, Almedina, Coimbra, 2022, pp. 282-283, a doutrina tem vindo a qualificar como contrato de administração o contrato celebrado entre a sociedade e os administradores, como modalidade típica do contrato de prestação de serviços, igualmente segundo NUNES, Pedro Caetano, in *Dever de Gestão dos Administradores de Sociedades Anónimas*, p. 117. Tem sido rejeitada a teoria do mandato, dado os administradores não praticarem só atos jurídicos (cfr. art. 1157.º CC), e atuarem com independência.

dever de gerir a empresa[98] com a diligência de um gestor criterioso e ordenado, no interesse da sociedade (e não, como se podia pensar, do sucesso empresarial)[99] [100].

A gestão da atividade da sociedade compete aos administradores, nas sociedades anónimas, segundo os arts. 405.º, n.º 1 e 431.º, n.º 1 do CSC e aos gerentes, de acordo com o art. 259.º, com prossecução de objeto social. Estes executam as decisões tomadas, no âmbito dos arts. 405.º, n.º 2 e 432.º, n.º 2 CSC[101].

Quanto ao conteúdo da obrigação de administrar, JOSÉ FERREIRA GOMES diz-nos que é uma situação jurídica complexa e compreensiva, decomponível em múltiplas situações jurídicas, entre as quais os poderes de gestão e de representação, ao passo que outros autores sustentam um conceito amplo que engloba a atividade interna, em *stricto sensu,* e a atividade externa, como a representação[102].

Já TOMÁS CASTELO define-a como uma obrigação de tentativa adequada, acentuando a dimensão teleológica-funcional da administração, porquanto o resultado que caracteriza a prestação-tipo administração enquanto tentativa de algo é o interesse social. O administrador é chamado a decidir, *ex ante*, sobre a adequação dos atos por ele praticados em relação a esse fim e a pontualmente realizá-los[103].

---

[98] O administrador da sociedade anónima assume uma posição tipicamente fiduciária, na medida da sua investidura de plenos poderes de representação e, simultaneamente da vinculação impositiva de desenvolvimento de uma atividade por conta e no interesse de outrem, os quais constituem indícios típicos dos negócios de especial confiança, cfr. CASTELO, Tomás Pinto, *Da obrigação de administrar*, Revista de Direito das Sociedades, vol. XV, 2023, p. 289 e CARNEIRO DE FRADA, Manuel, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, Almedina, 2003, p. 547.

[99] PERESTRELO DE OLIVEIRA, Ana, *Manual do Governo das Sociedades,* pp. 226-227: Veja-se que na sec. 172 do Companies Act, de 2006, disponível em www.legislation.gov.uk, o dever do administrador de agir de boa-fé impõe a promoção do sucesso da sociedade em benefício dos seus membros como um todo, tendo em atenção as consequências prováveis da decisão a longo prazo, os interesses dos empregados, as relações com os fornecedores, o impacto na comunidade e no ambiente. No mesmo sentido, SANTOS, Hugo Moredo, VOGLER, Guiné, *Deveres fiduciários dos administradores: algumas considerações (passado, presente e futuro),* Revista de Direito das Sociedades, 2013, vol. 5 (4), p. 692. A Lei das Sociedades do Reino Unido, clarificou, por isso, os deveres dos administradores. Anteriormente, as responsabilidades dos administradores tinham sido determinadas pela evolução da jurisprudência ao longo dos anos. A Lei abriu espaço, ainda, ao reporte estratégico, o qual identifica riscos e oportunidades empresariais. As empresas cotadas passaram a ter de fornecer informação sobre matérias ambientais, questões sociais e comunitárias, incluindo informação sobre quaisquer políticas relacionadas com essas matérias e a sua eficácia, in *A Handbook of Corporate Governance and Social Responsability*, ARAS, Güler, CROWTHER, David (Eds.), Principles, Routledge, NY, 2016, de acordo com o sec. 414C do Companies Act.

[100] Como denota GOMES, José Ferreira, *Da Administração*, p. 54, o conselho não tem um poder ou direito subjetivo de gestão, mas sim uma obrigação de administração em sentido técnico, em virtude da norma de competência impositiva do artigo 405.º CSC, resultante da prossecução do interesse social. Difere da opinião de CORDEIRO, Menezes, *Direito das Sociedades*, p. 848, segundo o qual a administração revela um direito potestativo.

[101] No séc. XXI, a tendência da lei no que respeita às grandes sociedades apontava no sentido de os sócios precisarem de encontrar pessoas independentes que não sejam afetas aos acionistas no preenchimento dos órgãos de gestão, in MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, p. 234.

[102] COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel, *Governação das Sociedades Comerciais*, pp. 37-38.

[103] CASTELO, Tomás Pinto, *Da obrigação de administrar*, p. 294; p. 297.

Repare-se que estes poderes são acompanhados de deveres: analiticamente, a estrutura normativa da competência engloba, não só, a constituição e habilitação de determinados atos performativos – poderes – mas, também, de comandos impositivos – deveres – de tentativa de maximização do interesse social. São verdadeiros poderes-deveres que os administradores gerem no interesse da sociedade[104].

Desta relação orgânica, pode advir um conflito de interesses entre a sociedade e o gestor, sendo este responsável para com a sociedade nos termos do artigo 72.º e ss. do CSC[105], dado que se origina um interesse social[106] [107]: como a sociedade é uma organização de fatores de produção, prossegue o objetivo de proporcionar àqueles que a criam, um ganho acrescido com o resultado da sua atividade.

Na definição destes interesses, a lei dá margem aos administradores para gerirem, no campo das sociedades anónimas (cfr. artigo 373.º, n.º 3)[108], para que posam pensar a médio longo prazo no crescimento societário[109], perante os deveres de cuidado e lealdade enunciados no art.º 64 CSC[110]: no dever de cuidado o administrador assume o dever de cuidar de sociedade, com rigoroso comportamento

[104] CASTELO, Tomás Pinto, *Da obrigação de administrar*, pp. 284-285, nota 32, cfr. COUTINHO DE ABREU.

[105] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 38. Veja-se a posição de MENEZES CORDEIRO: não é pensável que decisões de um só homem possam comprometer a instituição. Haverá que insistir na colegialidade das administrações e na corresponsabilização de todos, in *A Crise Planetária de 2007/2010,* p. 286.

[106] Seguimos a definição de interesse social de COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel, não obstante várias discussões doutrinárias: é a relação entre a necessidade de todo o sócio, enquanto tal, na consecução do lucro, e o meio julgado apto a satisfazê-lo, in *Curso de Direito Comercial*, vol. II, 7.ª edição, Almedina, 2021, p. 284.

[107] É esta a chamada dimensão funcional do dever de administrar, na administração que aparece materialmente adstrita à promoção do interesse social, cfr. CASTELO, Tomás Pinto, *Da obrigação de Administrar*, pp. 290-291, ao serviço, portanto dos sócios. Traduz-se numa prestação de execução continuada, formatada para a estabilidade. Também ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA defende que da obrigação de administração resulta a promoção do fim social, vd. nota 538, in GOMES, José Ferreira, *Da Administração*, p. 151. Veja-se que, de acordo com o Código das Sociedades Comerciais Espanhol (adiante LSC), na versão reformada do art. 225.º, faz-se referência ao interesse da empresa, sem que tenha sido alterado o artigo 227.º, n.º 1, da LSC. Estamos perante a noção de interesse social versus interesse da empresa: o primeiro tem exigido uma nova noção e reformulação do seu conteúdo no quadro do modelo de governo corporativo sustentável. O autor considera que o dever de administrar concretiza-se na prática de atos orientados para a prossecução do objeto social, de acordo com o interesse social. Com a promoção deste, conectam-se e explicam-se os deveres fiduciários de diligência e lealdade, cfr. VELASCO, Gaudencio Esteban, *Goberno Corporativo, Sostenibilidad Y Reputación*, La modificación del deber de diligencia con la referencia al "interés de la empresa" por la ley 5/2021, de 12 de abril, in MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, Alfonso, Y GARCÍA DE DUEÑAS (Dir.), *Gobierno Corporativo, Interés Social y Deberes Fiduciarios de los administradores: evolución y tendencias*, Thomson Reuters, 2022, p. 83. No mesmo sentido parece apontar o Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (CNMV), Edição n.º 4, Madrid, revisto em junho de 2020, na recomendação 12, disponível em https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG_2020.pdf.

[108] Em matéria de gestão, os acionistas só podem deliberar a pedido do órgão de administração, sob pena de deliberação nula. Já o teor do art. 406.º mostra que compete ao conselho pode deliberar sobre assuntos de gestão não corrente, in SOVERAL MARTINS, Alexandre de, *Administração das Sociedades Anónimas,* pp. 86-87.

[109] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, p. 36.

[110] Segundo CASTELO, Tomás Pinto, *Da obrigação de Administrar*, pp. 286-287, cit. é o dever de administrar que urge lograr o papel unificador da situação passiva e relativa em causa, enquadrando todos os deveres gerais e específicos, secundários e acessórios constitutivos da obrigação de administrar.

profissional exigido aos titulares do órgão social; no dever de lealdade, para além de seguir o interesse social, previne conflitos de interesses e gradua os interesses dos sócios com os *stakeholders*[111] [112].

O dever de cuidado não é simples e compreende várias manifestações, das quais a primeira: o dever de tomar decisões substancialmente razoáveis, já que existem, normalmente, um intervalo de possíveis decisões que, *ex ante*, podem ser tidas como razoáveis face ao interesse social, enquanto outras poderão claramente ser tidas como irrazoáveis, v.g. incorrer em riscos desproporcionados para a sociedade[113] [114].

Incluímos, até mesmo, um dever de controlo ou vigilância organizativo-funcional: impõe aos administradores que supervisionem a sociedade e sua atividade, segundo uma fiscalização intrasocietária e mediante o recebimento de informação suficiente sobre a situação da sociedade Naturalmente, também aqui o dever é de diversa intensidade, variando consoante as funções e o tipo de administrador em causa, mas nenhum administrador está isento do cumprimento deste dever[115].

---

[111] Sobre quem são estes "stakeholders" falaremos em breve. A propósito, sobre o dever de cuidado, importa não confundir disponibilidade com exclusividade de pertença a um órgão de administração de uma só sociedade. Também a competência técnica e conhecimento da sociedade deverão ser apurados caso-a-caso, segundo SANTOS, Hugo Moredo, VOGLER, Guiné, *Deveres fiduciários dos administradores*, p. 695.

[112] Segundo CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7.ª edição, setembro 2022, Reimpressão, Almedina, pp. 233-236, o dever de lealdade está presente no artigo 449.º, n.º 1, a par do dever de não concorrência (arts. 398.º, n.º 3, 254.º, n.ºs 2 a 6 e 428.º, n.º 3), como manifestações do dever geral de vigilância, encontrado por referência aos arts. 407.º, n.º 5 e 420.º-A, n.ºs 1 e 2. Assim, o art. 64.º deverá ser preenchido com recurso a contributos indiretos. Outros ordenamentos adotam uma conceção mais explícita, como a Aktingesetz alemã no art. 93 §§ 2 e 3, quando se refere que os administradores devem guardar segredo sobre as informações confidenciais e sobre os segredos da sociedade. Em Portugal, a lei societária não impõe ao conselho um dever de confidencialidade em razão das suas funções, mas por analogia, pode ser aplicado (422.º, n.º 2, alínea c). Ainda, em termos de direito comparado com o direito espanhol, no art. 227.º da LSC estabelece-se a cláusula geral da lealdade, que integra o dever de desempenhar o cargo "atuando de boa-fé e no melhor interesse da sociedade", e bem assim o dever de evitar situações de conflito de interesses (art. 229.º LSC).

[113] A doutrina de '*duty of reasonable decisions*', é aplicada facilmente: por exemplo, investir 90% da liquidez da sociedade nas ações cotadas de uma única outra sociedade é irrazoável, in SANTOS, Hugo Moredo, VOGLER, Guiné, *Deveres fiduciários dos administradores*, p. 696. A razoabilidade define-se em função do cuidado procedimental e da racionalidade empresarial, cfr. GOMES, José Ferreira, *Da Administração,* pp. 748-749.

[114] Também no âmbito do direito espanhol, segundo o art. 225.º da LSC, os administradores deverão desempenhar o cargo com a diligência de um empresário diligente e adotar decisões orientadas para a promoção dos interesses alheios. O administrador goza de discricionariedade que lhe permite escolher entre aquelas opções que se revelem razoáveis, de modo a tomar uma "decisão informada". Pelo que integra o conteúdo da prestação exigível de diligência, a análise e a valoração do impacto financeiro, ambiental e social das medidas, de acordo com VELASCO, Gaudencio Esteban, *Goberno Corporativo*, p. 84. Segundo o autor, deve interpretar-se o art. 225.º LSC à luz do critério do art. 227.º, no sentido da estratégia de gestão se desenvolver de acordo com a finalidade lucrativa da entidade, devendo ter em consideração os interesses de outros stakeholders se compatíveis com o interesse dos acionistas a longo prazo [pp. 85-86]. Trata-se da introdução de uma cláusula pluralista de interesses, que deveria ser mais explícita do que a atual formulação legal.

[115] SANTOS, Hugo Moredo, VOGLER, Guiné, *Deveres fiduciários dos administradores*, p. 697. São obrigações de conteúdo positivo baseadas no chamado '*duty to monitor'* no direito norte-americano. Detetada a irregularidade, os administradores devem fazer tudo para impedir a prática de atos danosos ou eliminar as suas consequências danosas, cfr. GOMES, José Ferreira, *Da Administração*, pp. 216-217.

Sem desprezar os deveres de investigação (*duty to inquire*) que determinam que os administradores, ao desconfiarem de algum facto, devem investigá-lo, seja diretamente, seja delegando ou contratando investigações e auditorias, através de estruturas internas ou externas da sociedade.

O interesse social, por um lado, transitou, por isso, para uma noção mais responsável, mais sustentável e de compromisso com o longo prazo, contrariando a procura imediata do lucro. Por outro lado, no âmbito da discricionariedade confiada aos gerentes, logra-se, mais que uma solução empresarialmente racional, que o administrador opte por aquela que melhor concilie o interesse social com os restantes interesses externos ou difusos, hierarquizando os interesses em jogo[116].

O rigor profissional subjaz do facto da "circunstância de a lei ou o negócio jurídico serem parcialmente omissos quanto à delimitação do objeto da prestação debitória": administrar não é só fazer, é saber o que fazer. Fala-se, nesse sentido, de uma "arte de gerir", ligada a uma elevada preparação profissional e uma relação cuidada, científica e racional na dinâmica empresarial[117].

Certo é que se a administração é o conjunto de pessoas com a necessária preparação para enfrentar os desafios da gestão, tal escolha só é vantajosa se os designados tiverem margem de atuação para tomar decisões arriscadas. Nas palavras de SOVERAL MARTINS[118], os "administradores sem iniciativa e tolhidos por receios de estarem a violar a cada momento competências não escritas de outros órgãos é algo que não parece desejável".

É aqui que subjaz a génese do problema da agência com todos os seus marasmos, as suas complexidades, e, claro, os seus propósitos.

2.1.2. Os Diferentes Modelos do Órgão Executivo das Sociedades

Os órgãos executivos das sociedades foram criados com a finalidade de as representarem perante terceiros, de exprimir a vontade do coletivo e de assumir a gestão.

---

[116] CASTELO, Tomás Pinto, *Da obrigação de administrar*, p. 309; p. 312, revela que o lucro é inimigo da estabilidade, e, acompanha o pensamento de SERRA, Catarina, *O Novo Direito das Sociedades: Para uma Governação Socialmente Responsável*, Scientia Iuris, Vol. 14, n.º 1, 2010, p. 164, contrariando a tese de que a lealdade é exclusivamente devida à sociedade, estando a tutela dos interesses dos *stakeholders* assegurada, só diretamente, por normas de conduta específicas que atingem os administradores, cit. MENEZES CORDEIRO, António, *Direito das Sociedades,* p. 798.

[117] CASTELO, Tomás Pinto, *Da obrigação de Administrar*, pp. 295-296, notas n.ºs 77-79 e GOMES, José Ferreira, *Da Administração*, p. 726.

[118] SOVERAL MARTINS, Alexandre de, *Administração das Sociedades Anónimas,* p. 88.

Não há uma livre escolha de um formato para a órgão de administração, já que a opção por um dos modelos de governo está sujeita ao princípio da tipicidade e não admite escolhas parcelares ou qualquer combinação entre os elementos típicos de cada um dos modelos. A opção por um dos modelos contidos no art. 278.º CSC, aliás, determina de forma automática o formato e a estrutura da administração tipificados na lei para o modelo de governo escolhido[119], escolha feita no contrato da sociedade.

Dependendo do modelo, como veremos, um administrador não tem de ter competências de gestão limitadas, podendo extravasar os seus poderes, adquirindo funções de fiscalização.

No modelo latino ou clássico, o órgão designa-se por conselho de administração, tendo apenas funções de administração, e não de fiscalização. O conselho de administração reveste o exercício do poder deliberativo quando exerce a administração estratégica da sociedade, no perímetro das competências e dos assuntos não atribuídos à AG, embora esta possa conferir, excecionalmente, poderes para deliberar sobre assuntos da sua competência no art. 406.º CSC, como o aumento de capital[120].

Caracteriza-se por uma estrutura sem subconjuntos ou subórgãos. Essa gestão corrente pode ser delegada num conjunto de administradores-delegados ou numa comissão executiva, devendo a delegação de poderes ser contratualmente autorizada e fixados os respetivos limites[121]. As funções de fiscalização são exercidas pelo conselho fiscal e pelo ROC.

Temos, então, o conselho de administração executivo, apresentado no modelo germânico ou dualista, a par do conselho geral e de supervisão, qualificado, neste modelo, como órgão de fiscalização. Contudo, as funções de administração do conselho de administração executivo são mais limitadas em função da partilha de funções com o conselho geral e de supervisão, o qual, assumindo algumas funções de gestão da sociedade, provoca constrição nas competências do conselho de administração executivo.

---

[119] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário e a Sustentabilidade da Empresa*, p. 238. No mesmo sentido, HEITOR, Marta Isabel Lopes, *A responsabilidade civil, em relação à sociedade, dos administradores executivos e não executivos nas sociedades anónimas de modelo monista*, Revista de Direito das Sociedades, Vol. V, 2013, 4, p. 940, com o Decreto-Lei n.º 76/2006, de 29 de março, introduziu-se, um terceiro modelo de organização das sociedades [artigo 278.º, n.º 1, al. b)], podendo, agora, optar-se por um dos três. Devem, então, as sociedades "escolher um dos modelos, não podendo combinar as diferentes alternativas".

[120] CÂMARA, Paulo [et. al.], *A Governação das Sociedades Anónimas,* p. 319.

[121] CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, pp. 141-144, cfr. art. 407.º, n.ºs 3 e 4. Esta delegação não exclui a competência do conselho para tomar resoluções sobre os mesmos assuntos, nem a responsabilidade dos outros administradores pela vigilância geral. É questionável, no entanto, se o contrato pode estabelecer os poderes delegáveis, se pode impor a delegação, de facto, proceder à designação dos administradores-delegados ou da comissão executiva ou atribuir à assembleia geral o poder de efetuar essas designações. Segundo o autor, a imposição ao conselho não existe, apesar de ser necessário que o contrato autorize a delegação. A delegação é efetuada pelo órgão de administração e por mais nenhum órgão, nem mesmo pelo contrato.

Dessa forma, o conselho geral e de supervisão constitui um órgão de carácter híbrido *sui generis*, pois não se limita ao exercício de funções tipicamente fiscalizadoras, cabendo-lhe competências típicas de assembleia geral e de gestão, como a possibilidade de nomear e destituir os administradores, bem como a designação do presidente do conselho executivo, cfr. art. 431.º CSC. O conselho geral não pode, no entanto, delegar poderes de gestão (n.º 3), nem definir comissão executiva[122].

No modelo clássico e no modelo dualista, pode ocorrer a separação de funções entre presidente do conselho de administração (*chairman*) e presidente da comissão executiva (CEO), a qual recomenda se com o objetivo de repartir centros de decisão e de controlo, dada a conveniência de uma separação entre liderança de gestão e a administração estratégica (*monitoring vs management*), já que o CSC engloba ambas as vertentes na vocação funcional da administração, de acordo com os arts. 405.º e 406. º[123].

Neste ponto, a CMVM adotou uma recomendação moderada (II.2.3.): "a separação entre funções dirigentes, pese embora seja recomendável, pode revelar-se claramente desadequada em sociedades de pequena dimensão, por ser suscetível de implicar um número de administradores desproporcionalmente elevado". O que é imperativo é separação nítida entre as funções de cada dirigente societário, desenhada nos estatutos, para evitar conflitos positivos ou negativos de competência. "Com efeito, subsistem riscos conhecidos de desagregação de liderança, caso haja uma divisão pouco nítida entre o espaço decisório de cada um destes protagonistas societários[124]".

A lei não resolve a questão de saber se as sociedades anónimas de grande dimensão podem, no caso de adotarem o modelo clássico ou germânico, optar por um administrador único em lugar do órgão plural. Atendendo à dimensão deste tipo de sociedades e à complexidade natural associada ao exercício da sua atividade, essa possibilidade parece estranha[125].

Alguns autores defendem a possibilidade que a atividade de administração seja exercida por um único administrador, sendo que a lei não estabelece número mínimo, veja-se o conteúdo dos arts. 390.º, n.ºs 1 e 3 e 278.º, n.º 2 do CSC[126]. Não existe, na verdade, um impedimento legal a essa possibilidade, embora o limite estabelecido quanto ao valor máximo de 200 000€ de capital coloque um impedimento de facto a essa possibilidade: dificilmente se concebe uma sociedade cotada com um capital social

[122] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 241. No mesmo sentido, CÂMARA, Paulo [et al.], *A Governação das Sociedades Anónimas*, p. 313; p. 320.
[123] MAIA, Pedro, *Voto e Corporate Governance*, pp. 47-48.
[124] MAIA, Pedro, *Voto e Corporate Governance*, p. 49.
[125] CÂMARA, Paulo [et al.], *A Governação das Sociedades Anónimas*, p. 315. As grandes sociedades estão inseridas no artigo 413.º, n.º 2 do CSC.
[126] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 238. Quanto a limitações de administrador único, vd. pp. 51-52.

inferior àquele valor e a estrutura acionista de uma sociedade emitente de ações admitidas à negociação impõe um órgão de administração plural, a fim de garantir a representação efetiva dos interesses[127].

No modelo anglo-saxónico, o conselho de administração apresenta uma natureza *sui generis*, constituído obrigatoriamente por uma comissão de auditoria, composta por administradores não executivos, para o exercício de funções de fiscalização. Uma parte dos administradores não executivos reforçam funções de fiscalização em adição às suas funções de administração. Neste modelo está afastada a possibilidade de um administrador único, e o conselho tem de ter pelo menos 4 membros, 3 o número mínimo dos da comissão de auditoria[128], conforme o art. 423.º-B, n.º 3 do CSC.

O conselho é constituído por uma comissão de auditoria dentro do conselho de administração, composta por administradores não executivos que têm o exercício das funções de administração. Neste último, já não observamos uma natureza una do conselho do modelo clássico, o qual não tem subórgãos dentro do órgão de administração: no modelo anglo-saxónico há um recorte dentro do próprio órgão, atribuindo aos administradores não executivos funções de fiscalização e de administração[129].

Neste modelo surgem figuras importantes: um administrador não executivo, que é um membro do conselho que não ocupa qualquer cargo de gestão executiva na empresa e ainda o administrador não executivo independente, sem afiliação ou outra relação com a empresa que possa afetar o seu julgamento objetivo[130]. Sobre a importância destas figuras teceremos considerações em capítulo próprio.

2.1.3. Os Conflitos de Agência

As pessoas a quem compete exercer a gestão social podem não ser, e muitas vezes não são, os detentores das participações sociais, trocando a atividade de condução da empresa por uma remuneração estabelecida[131].

A evolução das sociedades ditou, inclusive, a evolução de um modelo personalista, onde o proprietário (o principal) impunha a sua marca pessoal como essência da atividade da organização, para uma nova formatação de gestão profissionalizada, com uma direção técnica e pragmática, sem conter, qualquer traço de semelhança com a personalidade do proprietário controlador[132].

---

[127] CÂMARA, Paulo [et al.], *A Governação das Sociedades Anónimas*, pp. 315-316.
[128] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* pp. 239-240, cit. CÂMARA, Paulo.
[129] CÂMARA, Paulo [et al.], *A Governação das Sociedades Anónimas*, p. 312.
[130] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 240.
[131] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 57.
[132] REDECKER, Ana Cláudia, HACKMANN, Evaldo Osório, *Compliance: Sistema de Gestão como Força de Controle das Corporações*, RJBL, Ano 8, n.º 5, 2022, p. 24. E nota de rodapé n. 32.

Nestes casos, os interesses específicos dos administradores de uma sociedade são autónomos em relação à mesma, a qual, enquanto ente juridicamente individualizado, é titular de um interesse próprio. Não admira, pois, que o interesse do administrador se prenda com a estabilidade e com a manutenção do seu vínculo, seja por razões de ocupação, reputação ou realização profissionais, seja para assegurar a sua remuneração, enquanto os acionistas visam os lucros e o aumento do valor das suas ações[133].

Daqui se retira que, na determinação do interesse social a prosseguir, entram os interesses dos próprios administradores. No entanto, dado caber aos sócios a designação e a destituição dos administradores e a sua responsabilização por danos causados à sociedade (art. 72.º), muitas sociedades estabelecem complementos de remuneração ou prémios de gestão em função de resultados da sociedade, por forma a fazer coincidir os interesses dos administradores com os seus.

Como vimos, o Corporate Governance está intimamente ligado à ocorrência de escândalos financeiros no ceio das empresas. A necessidade de reagir e prevenir escândalos de má governança e o facto de não haver uma cultura forte de responsabilização nas empresas, pode levar ao subaproveitamento dos preceitos vigentes, verificando-se escassas sentenças condenatórias contra os titulares dos órgãos[134].

Se, de um lado, está presente a discricionariedade empresarial, relacionada aos riscos próprios inerentes à atividade de gestão, de um outro lado cultiva-se o risco decorrente de uma gestão negligente violadora de deveres gerais de lealdade e de cuidado dos administradores. Daqui se comprova, como já referimos, o porquê do dever de gestão se concretizar através do art. 64.º do CSC.

Concretamente, zelar pelo interesse social é, pois, zelar pela continuação da estrutura coletiva de propriedade. Daí ser preponderante, no juízo da boa administração, a ponderação da preservação patrimonial e da viabilidade duradoura da sociedade, a racionalidade empresarial e o risco inerente à disposição dos bens da sociedade, isto é, o risco necessário ao lucro[135].

Os acionistas, proprietários da empresa social, como são numerosos, dispersos e pequenos, não têm capacidade nem incentivo para intervir na vida societária e fiscalizar os administradores, quando descontentes com o rumo da sociedade. Em vez de intervirem, vendem as ações ou saem da sociedade[136].

---

[133] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 38 e p. 95. Os acionistas tomam assim riscos residuais, fazem investimentos sem qualquer garantia de retorno na diversificação da sua carteira [p. 96].

[134] BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, pp. 134-142.

[135] CASTELO, Tomás Pinto, *Da obrigação de administrar*, p. 308.

[136] COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel, *Governação das Sociedades Comerciais*, p. 13. De acordo, MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 58. As sociedades com o capital cotado em bolsa podem ter milhares de acionistas que podem deixar de o ser pela venda das ações em bolsa, entrando novos acionistas. Estes, não têm influência significativa nas decisões da empresa, como na escolha da administração. É o

Como denota ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, o acionista passivo não intervém na vida societária, prefere racionalmente o não exercício do voto, resultante do facto dos custos de obtenção de informação e do voto em si tornarem economicamente desrazoável o seu exercício. Em caso de descontentamento, "a linha seria o *exit* e não a *voice*, ou seja, mudar de sociedade e não mudar a sociedade" [137].

Assim, os *managers*, sem fiscalização dos acionistas, detendo o domínio de facto da empresa social, são tentados a gerir em proveito próprio, criando riscos excessivos e custos de insucesso nos quais os administradores não participam – os custos de agência – podendo continuar em funções, administrando ineficientemente a sociedade[138]. Na verdade, "Os problemas nas organizações muitas vezes surgem porque os gestores são recompensados por fazerem coisas que prejudicam a própria organização"[139].

Sintetizando, seguindo os ensinamentos de JOSÉ FERREIRA GOMES, o problema de agência dos gestores (*managerial agency problem*) traduz-se na dificuldade inerente à motivação de uma pessoa para atuar no interesse de outrem, considerando os custos decorrentes da celebração e do cumprimento do contrato, verificando-se assimetria de informação[140], dado que o principal – o acionista – não tem conhecimento suficiente sobre em que medida o contrato foi cumprido pelo agente – o administrador[141].

Quanto maior for a assimetria de informação, menor será o valor da atuação do agente para o principal, por efeito direto ou devido aos custos dos incentivos e dos meios de fiscalização suportados pelo principal para assegurar a qualidade da prestação do agente[142]. Assim, em certos cenários, o agente

---

problema da apatia racional: os acionistas descontentes não intervêm com custos superiores aos proveitos, escolhem vender as suas ações, ou saem da sociedade (opção *exit*). É por isso que o problema de agência assume especial relevância nos mercados norte americano e britânico, caracterizados por uma dispersão do capital, por oposição aos mercados onde há concentração do capital, como na Europa Ocidental, onde os sócios controladores, com poderes de fiscalizar a administração, podem exercer pressão direta para assegurar o cumprimento dos objetivos fixados, in GOMES, José Ferreira, *Da Administração,* p. 36, p. 39 e p. 50.

[137] PERESTRELO DE OLIVEIRA, Ana, *Manual do Governo das Sociedades,* p. 65. Também PEREIRA DE ALMEIDA, António, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários*, pp. 136-137, faz distinções: o acionista financeiro, que apenas está interessado na valorização imediata das suas ações, e o acionista empresário, que faz um investimento direto, privilegia o crescimento da empresa e a valorização futura das participações.

[138] COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel, *Governação das Sociedades Comerciais*, pp. 13-15.

[139] Trad. JENSEN, Michael, MECKLING, William, *The nature of man. Journal of Applied Corporate Finance,* 1994, V. 7, n.º 2, pp. 32-33, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5471, in REDECKER, Ana Cláudia, HACKMANN, Evaldo Osório, *Compliance*, pp. 28-29. Veja-se o raciocínio: 'In compensating managers according to negotiated budgets, many companies effectively induce line managers to negotiate budget targets that are well below the level that would maximize the value of the organization'.

[140] A assimetria de informação é relevante por implicar uma dificuldade real dos sócios em determinar se os administradores cumpriram efetivamente as suas obrigações, o que pode gerar fenómenos de sobre investimento, excesso de endividamento ou assunção excessiva de risco, in GOMES, José Ferreira, *Da Administração*, p. 52. Tal permite aos administradores maximizarem os seus próprios interesses.

[141] Define-se a teoria como uma relação em que um comitente procura estabelecer um contrato que assegure ações apropriadas da parte do comissário, no sentido de alinhar a sua conduta com a dele, cfr. GOMES, José Ferreira, *Da Administração*, p. 34. Vd. definição de agência nos EUA no *restatement third agency* artigo 1.01.

[142] Veja-se que a questão do gasto efetuado pelo principal na gestão das suas diferenças com o agente, é, de especial importância: no desenvolvimento de incentivos destinados a alinhar os interesses do agente com os seus próprios interesses, criam-se custos de incentivos, in GOMES, José Ferreira, *Da Administração*, p. 38, na aceção

pode não ter muito a ganhar com o benefício do principal e pode não ter muito a perder com os prejuízos provocados, na medida em que o principal, não esteja em posição de detetar os prejuízos[143].

A primeira referência entre os modelos de incentivos reside nas formas de remuneração atribuídas aos administradores como remuneração variável em função dos resultados, remuneração em ações ou em opções de compra de ações (*stock options*)[144]. Estes sistemas de remuneração estiveram na origem da maioria dos escândalos nos EUA, no final dos anos 90, caracterizados pela manipulação de contas e por esquemas fraudulentos que permitiam aumentar artificialmente os resultados da sociedade.

Porém, na Europa, num conflito de interesses, o sócio controlador tende a determinar a conduta da administração de acordo com os seus próprios interesses e não de acordo com os melhores interesses da sociedade. Os incentivos criados, em matéria de remuneração, não são, em geral, suficientes para assegurar a resolução de um problema de agência. É necessária a implementação de mecanismos adicionais de controlo e de fiscalização da conduta do agente[145].

Como garantir que o agente age exclusivamente no interesse do principal é o desafio que se coloca. A crítica que, se faz a esta teoria, é a que analisa um problema de egoísmo, de ausência de valores, uma vez que o seu propósito não cuida de ajuizar sobre a correção dos comportamentos tendentes à maximização do lucro, nem se preocupa com a justa retribuição do gestor[146].

A verdade é que, no ambiente de negócios imprevisível, exposto às mais variadas turbulências e exigindo tomadas de decisões rápidas, não surpreende a impossibilidade de se estabelecer uma plena simetria entre as expectativas dos acionistas e a dos executivos ou da elaboração de um contrato completo o suficiente entre as duas partes, que possa prever nas suas disposições todas as situações às quais estará exposto o ente empresarial no decorrer dos anos. Se o contrato terá de ser incompleto, para atribuir liberdade ao agente, não deixa de ser necessária a estipulação suficiente da conduta que se espera do agente em relação à promoção dos interesses económicos do principal[147].

---

de JENSEN e MECKLING*, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, October 1976, V. 3, No. 4, p. 5. Outro ponto importante é o de que a análise dos assuntos da sociedade comporta custos de ineficiência que são integralmente suportados pelo sócio que pretenda intervir na sociedade – tal facto conduz a um afastamento face à administração e à passividade [p. 53] e cfr. MAIA, Pedro, *Voto e Corporate Governance,* pp. 79; pp. 816-817.

[143] GOMES, José Ferreira, *Da Administração*, pp. 35-36, cfr. ARAÚJO, Fernando.

[144] GOMES, José Ferreira, *Da Administração*, p. 39.

[145] Designados por '*monitoring costs*': os custos de implementação do sistema da auditoria interna, da fiscalização pelo conselho de administração e da fiscalização contabilística. Ainda, os custos inerentes ao processo de seleção e formação de administradores independentes, in GOMES, José Ferreira, *Da Administração,* pp. 40-41.

[146] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 57 e p. 97. Quando os direitos de controlo das sociedades apresentam um acentuado nível de dispersão, os agentes podem decidir com um elevado grau de arbitrariedade e autonomia. Paradoxalmente, o que estas regras significam, é que o interesse subjetivo dos sócios nem por unanimidade pode vincular a administração, in CASTELO, Tomás Pinto, *Da obrigação de administrar*, p. 303.

[147] REDECKER, Ana Cláudia, HACKMANN, Evaldo Osório, *Compliance*, pp. 27-30.

Noutra face da moeda, a apelidada teoria da vigilância (*stewardwhip theory*) contraria o conflito de interesses: os agentes são bons vigilantes e não agentes oportunistas. Neles se reconhece o dever fiduciário de atuar como guardiões dos interesses dos acionistas, são atores confiáveis que conservam os interesses dos acionistas.

O reconhecimento que os administradores nem sempre atuam com vista a interesses pessoais, enfatiza os aspetos da responsabilidade, independência e integridade no meio empresarial, maximizando a riqueza dos acionistas através do desempenho da empresa, bem como o interesse dos *stakeholders,* de forma de sustentável e a longo prazo[148].

2.2. As Prioridades do Corporate Governance – os interesses dos *shareholders* ou dos *stakeholders*?

Os acionistas não são, no entanto, os únicos agentes económicos com interesses legítimos da vida na empresa: temos os trabalhadores, os credores, os fornecedores, os clientes e o Estado, e a comunidade local, igualmente partes interessadas na sustentabilidade futura da empresa e da sua solidez financeira[149].

Os *stakeholders* são estes grupos de interessados que gravitam à volta da empresa societária e que são entidades ou pessoas com um direito moral legítimo de esperar que os seus interesses sejam considerados e respeitados pela gestão da empresa. Cada grupo terá uma variação única de preferências no que diz respeito às orientações a longo e a curto prazo a prosseguir pelo ente coletivo[150].

Como vimos no subcapítulo anterior, a atuação dos administradores pode não coincidir com a sustentabilidade da sociedade a longo prazo, logo os custos da agência podem ser suportados pelos outros agentes com interesses legítimos na sociedade. Apesar de, efetivamente, serem os acionistas que são especialmente sujeitos a estes custos pela circunstância de ficarem sujeitos a um risco de perda do investimento inicialmente feito na compra de ações, ao contrário dos fornecedores e trabalhadores[151].

Daí que surge a questão de saber se os objetivos da empresa e a sua governação contemplam os interesses dos *stakeholders* ou apenas os dos acionistas. A resposta a esta questão é envolta de uma

[148] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* pp. 98-99.
[149] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* pp. 48-49.
[150] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 36.
[151] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 60.

discussão doutrinária e depende da definição de Corporate Governance que se adote, a qual não é consensual e depende das regras socias de conduta e os valores culturais vigentes em cada país[152].

O sistema anglo-americano de Corporate Governance postula a prioridade dos interesses dos sócios na maximização do lucro. A produção de riqueza permite maximizar o valor do capital investido por todos – é o chamado *shareholder value*[153] ou valor acionista. Nesta corrente, assegura-se a responsabilização dos administradores na gestão dos bens sociais, os quais são alvos da avaliação da sua eficiência e da verificação do seu desempenho na condução dos negócios societários. Em contraposição, os sócios são os verdadeiros proprietários da empresa e suportam os riscos a ela inerentes com o seu património[154].

De acordo com esta teoria, o objetivo será o de favorecer os rendimentos obtidos pela empresa, os dividendos e o preço das ações. Trata-se de aumentar os fluxos de caixa livres, em benefício dos sócios. Nesta formulação surgiu a crítica de que, na prática, se favorecia a concentração excessiva de lucro a curto prazo[155].

Por outro lado, a segunda aceção – apelidada de *stakeholder value* - patente na Europa continental, considera primordiais os interesses de todas as partes interessadas na empresa societária, são estas os *stakeholders*, que suportam os riscos. Se o primeiro objetivo é a riqueza e a otimização do valor total de mercado a longo prazo, a gestão deve atuar de forma ambientalmente e socialmente responsável e conduzir a sociedade de forma a atingir o desenvolvimento equilibrado e sustentável, objetivos também dos mecanismos da fiscalização e de controlo das empresas[156].

---

[152] MAIA, Pedro, *Voto e Corporate Governance*, pp. 523-527. Numa fase na década de 30 do século passado, em que os acionistas não gozavam de poder de controlar os managers, debateu-se se prosseguiram interesses para além dos acionistas mas BERLE, Adolf A. respondeu que não em *Power Without Property* (1959). Já a posição de DODD, E. Merrick, em *For Whom are Corporate Managers Trustees*?, Harvard Law Review, 45, 1932, apoiava que os *managers* deviam prosseguir o lucro dos acionistas e seriam as *trustees* de toda a sociedade.

[153] No âmbito da *shareholders primacy approach*, refletida no *shareholder value*, os acionistas têm o poder definitivo sobre a empresa social, e a sua relação com os *managers* é entendida como uma relação contratual na rede de contratos que é a empresa, in MAIA, Pedro, *Voto e Corporate Governance*, p. 521. Do mesmo modo, "These contracts or internal "rules of the game" specify the rights of each agent in the organization, performance criteria on which agents are evaluated, and the payoff functions they face", in JENSEN, Michael C.; FAMA. Eugene F. *Separation of ownership and control*. Journal of Law and Economics, Vol. XXVI, June. 1983, p. 302.

[154] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 50, cfr. caso Dodge vs Ford Motor Co. (204 Mich. 459, 170 N.W.668 A.L.R. 413), 7 fev., 1919, no qual o supremo tribunal do Michigan declarou que a empresa é conduzida primariamente tendo em vista o lucro dos acionistas. Neste caso em que estava em causa uma decisão de gestão de expandir as operações industriais com o fim de reduzir os custos de produção do automóvel, em vez de uma distribuição extraordinária de dividendos, confirmou-se a decisão de expansão com o fundamento de que poderia vir a beneficiar os acionistas.

[155] PERESTRELO DE OLIVEIRA, Ana, *Manual do governo das sociedades,* p. 179.

[156] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 49; p. 51.

Assim, o cumprimento do interesse comum dos sócios depende, por regra, de os interesses dos demais *stakeholders* serem em maior ou menor medida atendidos, sendo que da sua adequada consideração depende geralmente a sustentabilidade do interesse comum dos sócios. Por exemplo, se os produtos que a sociedade vende são incrementados em qualidade e o seu preço sofre redução, tal serve os interesses dos seus clientes (consumidores e/ou profissionais)[157].

Esta consideração foi visivelmente adotada no art. 64.º, n.º 1, alínea b) do CSC, na reforma de 2006. Dada a letra do artigo, marcadamente defensora da tutela do interesse social, procura-se uma adequada conformação dos múltiplos interesses que nesse interesse confluem. Assim, os administradores estão, também, constituídos no dever de lealdade perante os *stakeholders*, de evitar prejuízos aos participantes que estabelecem uma relação jurídica e/ou económica com a sociedade[158].

Deixando o objetivo final de ser o de criar valor no património dos acionistas, o modelo evoluiu para a apoteose dos conceitos de cidadania empresarial, de responsabilidade social das organizações e de sustentabilidade: se a sociedade é tida como socialmente responsável, paga bons salários, não realiza despedimentos em massa, tem boas práticas ambientais e cumpre as obrigações com os fornecedores a tempo, poderá potenciar a recetividade a novos clientes e melhorar a sua reputação pública[159].

A gestão não é uma ciência certa e não é possível as mais das vezes determinar *a priori* qual a melhor decisão para determinado caso concreto. Os administradores valem justamente pela sua especificidade, pela mais-valia que conseguem imprimir aos seus projetos em comparação com os outros.

2.3. Atos Danosos dos Administradores – Em especial, os Negócios Proibidos com a Sociedade e a Apropriação Ilícita de Oportunidades de Negócio Societárias

Entre certos mecanismos que são adotados para resolução dos problemas de agência supra mencionados, de modo abusos, encontram-se, alguns que merecem especial menção e que desenvolveremos ao logo dos próximos capítulos. De forma meramente exemplificativa, dentro da panóplia de comportamentos danosos dos administradores no seio das empresas, referiremos dois que refletem, claramente, conflitos de interesse profundos e que merecem soluções de Governance.

---

[157] SANTOS, Hugo Moredo, GUINÉ, Orlando Vogler, *Deveres fiduciários dos administradores*, pp. 704-705.
[158] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 53; pp. 100-101, incluindo a afetação dos interesses amplos como o ambiente e Estado. Ainda, CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, p. 566.
[159] Segundo entendimentos de MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 102.

Na construção deste subcapítulo, a decisão de centrar a análise nos comportamentos indicados foi tomada de forma consciente e metodológica, em virtude da centralidade no âmbito específico do Corporate Governance, já que estes comportamentos representam violações diretas dos deveres fiduciários do administrador para com a sociedade, como práticas intrinsecamente ligadas ao exercício de poder[160].

Lembramos, por isso, os deveres de cuidado e lealdade já referidos, sobretudo na vertente do dever de os administradores de não aproveitarem em benefício próprio, ou de terceiros, as oportunidades de negócio e informações societários, como manifestação da violação do segundo dever (a par do dever de não concorrência, este consagrado nos artigos 398.° e 428.° do CSC), apesar de não existir expressa consagração legal no direito português que proíba, especificamente, tais condutas[161].

Mais latamente, fundamenta-se no facto de na relação de confiança entre administração e sociedade, da qual nascem deveres de proteção e de boa-fé, na salvaguarda dos bens jurídicos da sociedade e na efetiva manutenção do escopo contratual[162]. No que à '*corporate opportunity doctrine*' respeita, existem situações em que um agente usurpa uma oportunidade de negócio que, legitimamente, pertence ao principal, violando, com este comportamento, o dever fiduciário que sobre ele impende de não aproveitar em benefício próprio uma oportunidade do principal[163].

Devem considerar-se oportunidades de negócio societárias todas aquelas relativamente às quais a sociedade manifestou o seu interesse, bem como as que possam considerar-se convenientes para a prossecução do seu interesse, independentemente de o administrador ter tido conhecimento da oportunidade de negócio, particularmente, ou no exercício das suas funções.

---

[160] A apropriação de oportunidades da sociedade e os negócios proibidos exigem, também, mecanismos sofisticados de prevenção como os que desenvolveremos no capítulo posterior, que transcendem respostas penais ou normas de anticorrupção, como a necessidade da composição qualitativa do conselho ou a implementação de sistemas internos de controlo. Comportamentos graves de carácter mais transversal, como a corrupção ou a fraude, diferenciam-se porquanto não incidem exclusivamente na relação interna administrador-sociedade, podendo envolver terceiros ou interesses externos à sociedade, implicando outros meios de tutela mais apropriados. O nosso estudo, aliás, merece foco na proteção da sociedade contra condutas internas dos administradores, pelo que a nossa escolha recolhe vantagens justificáveis do ponto de vista académico.

[161] Maria de Fátima, *O dever de os administradores não aproveitarem, para si ou para terceiros, oportunidades de negócio societárias*, em Homenagem ao Prof. Heinrich Hörster, *Revista De Ciências Empresariais E Jurídicas*, 2011, p. 27; p. 30. E nota 11, cfr. entendimentos de COUTINHO DE ABREU, Jorge, *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades*, 2.ª edição. Almedina, Coimbra, 2010, pp. 29 e 32.

[162] RIBEIRO, Maria de Fátima, *O dever de os administradores*, p. 49 e nota 89.

[163] RIBEIRO, Maria de Fátima, *O dever de os administradores*, p. 31. Para a doutrina norte-americana, os administradores de sociedade encontram-se numa situação de *trust*, no sentido de que estão sujeitos a uma série de obrigações de carácter fiduciário, de acordo com o § 5.05 dos Principles of Corporate Governance de 1992.

PEDRO CAETANO NUNES enumera, casos-padrões[164]: (i) a celebração de um negócio vantajoso de que se teve conhecimento por força do exercício de funções; (ii) ou com utilização de informação privilegiada ou de património ou de pessoal da sociedade; (iii) a celebração de um negócio que ofereceria à sociedade ganhos sinergéticos relevantes; (iv) ou a prática de um ato isolado de concorrência.

A oportunidade não deixa de considerar-se societária pelo facto de o administrador alegar que a sociedade não teria condições para a aproveitar, nomeadamente por razões de ordem financeira ou pela existência de obstáculos legais, pois, em sentido contrário, estar-se-ia a incentivar a falta de diligência dos administradores no exercício das suas funções, de modo a conseguirem sobrepor o seu interesse pessoal ao da sociedade[165].

Se a oportunidade de negócio for societária, o administrador deve abster-se de se apropriar dela ou de a desviar para terceiro que com ele esteja especialmente relacionado. Assim sendo, constitui fundamento para a sua destituição com justa causa, por aplicação analógica do disposto, para a obrigação de não concorrência, nos artigos 254.º n.º 5, 398.° n.º 5 e 428.° do CSC, e admite-se o recurso ao instituto da responsabilidade civil, nos termos do disposto nos artigos 72.º e seguintes do CSC: os administradores respondem para com a sociedade pelos danos a esta causados por esta violação[166].

Já quanto a negócios proibidos, é evidente que a prática de ilícitos é mais improvável quando vigoram, normas proibitivas de concessão de crédito (art. 397.º, e), a proibição de celebração de contrato de trabalho ou prestação de serviços (arts. 398.º e 428.º), a proibição de votar em conflito de interesse (410.º, n.º 6, e). Ao celebrarem negócios injustos com a sociedade, como os de crédito, os gestores violam o seu dever de cuidado e lealdade, punível, nesse caso, com nulidade[167].

Lembre-se que o órgão de administração define o tipo, o âmbito e o valor mínimo, individual ou agregado, dos negócios que devem ser por si aprovados diretamente. Negócios de valor mais elevado a celebrar entre a sociedade e o administrador, nos termos a definir pelo órgão de administração, devem ficar sujeitos igualmente a parecer prévio favorável do órgão de fiscalização. Esta solução peca, desde

---

[164] RIBEIRO, Maria de Fátima, *O dever de os administradores*, p. 46, nota 74, cit. NUNES, Pedro Caetano, *Corporate Governance*, Almedina, Coimbra, 2006, pp. 100 e ss.

[165] RIBEIRO, Maria de Fátima, *O dever de os administradores*, pp. 47-48 e NUNES, Pedro Caetano, *Corporate Governance*, p. 103. Bem como, TRIGO DOS REIS, Nuno Tiago, *Os deveres de lealdade dos administradores de sociedades comerciais*, in "Cadernos O Direito", n.º 4, 2009, p. 381.

[166] RIBEIRO, Maria de Fátima, *O dever de os administradores*, pp. 49-50, p. 58.

[167] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* pp. 288-289, cfr. COUTINHO DE ABREU. A limitação dos negócios dos administradores com a sociedade também integra um conjunto de aspetos que o Corporate Governance influenciou, tal como as limitações aos exercícios de outras atividades pelos administradores (arts. 398.º e 429.º), o impedimento de voto nos conflitos de interesses (cfr. arts. 410.º, n.º 6 e 433.º.), in CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, p. 238.

logo, pelo facto de reservar ao órgão de administração a competência para delimitar os negócios sujeitos a um e a outro tipo de controlo, sem incutir poderes à fiscalização[168].

Estes negócios proibitivos podiam ser utilizados pelos administradores para comprarem ações da própria sociedade, crescendo os incentivos para que estes desenvolvessem práticas não consentâneas com o seu dever de lealdade, ou ser aproveitados como formas de compensação discreta, porque as sociedades perdoariam o débito que tinha sido concedido[169].

O mecanismo de aprovação de negócios pelo conselho de administração é pouco oneroso para as sociedades cotadas e não desincentiva a celebração de negócios eficientes[170]. No entanto, a necessidade de administradores independentes, que avaliem objetivamente os negócios em causa, de conselhos formados por gestores experientes, capazes de rejeitar situações lesivas ao interesse societário ou de detetarem as subtilezas destes abusos por outros membros, alicerçados em sistemas robustos de gestão de risco e controlo interno na monitorização constante da atuação, são tudo medidas que permitirão reduzir drasticamente a prática de negócios proibidos ou livres que prejudicam a sociedade.

Como se disse, minimizar abusos − a eficácia de instrumentos de Corporate Governance reside mais na capacidade de estes instrumentos, se bem delineados, anteciparem, detetarem e acompanharem desvios, do que apenas ocorrerem sanções *a posteriori*, com base na utilização de regras de responsabilidade civil ou a simples destituição, que como vimos, se aplicam ao caso do aproveitamento das oportunidades de negócio pelos administradores. Na visão que defendemos, essas respostas não oferecem soluções preventivas suficientes na proteção dos bens sociais, nem constituem mecanismos dinâmicos e adaptáveis à realidade concreta da sociedade, permitindo respostas céleres a riscos não previstos.

---

[168] GOMES, José Ferreira, *O novo Código de Governo das Sociedades do IPCG,* p. 989. V.d. recomendação I.5.1. Código IPCG 2018. Estamos perante uma adaptação do processo deliberativo previsto no art. 397.º, n.º 2 CSC.

[169] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, p. 290.

[170] Aliás, os negócios livres correspondem àqueles que são realizados sem vantagens especiais ou em condições normais de mercado. COUTINHO DE ABREU considera, contudo, recomendável a obrigatoriedade de estes negócios, se acima de certo valor, como 1% do capital próprio da sociedade, serem comunicados ao órgão de administração ou de fiscalização, in MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 291.

CAPÍTULO 3

Das Recomendações à Prática – As Soluções ao Conflito

Nas palavras de PEDRO MAGALHÃES[171], "ao longo das últimas décadas tem sido patente que os custos de agência são uma realidade não negligenciável e que as práticas de expropriação dos acionistas pelos gestores são uma possibilidade não meramente teórica". Os custos são graves porque originam enormes prejuízos no bem-estar dos acionistas, tal como consequências para a economia e para o mercado de capitais.

Entre as soluções do problema dos custos de agência ou *agency costs*, sobretudo perante o domínio das sociedades cotadas, encontram-se associados, dois sistemas típicos de supervisão[172]:

a) No sistema de controlo externo, a convergência entre os interesses dos acionistas e dos gestores recai sobre a predominância de mecanismos de governação externos, baseados nas atuações dos mercados dos produtos, dos capitais e do mercado de controlo organizacional (pensamos nas ofertas públicas de aquisição, p.e.), no papel dos auditores externos e na supervisão prudencial;

b) Por outro lado, no sistema de controlo interno, os incentivos baseiam-se fundamentalmente nas atuações do conselho de administração a favor e no interesse dos acionistas e *stakeholders*, presente nos países europeus continentais. Entre os instrumentos de governação internos, encontramos o reforço de deveres e responsabilidades dos administradores e a renovação estrutural do conselho de administração, com competências essas não só de gestão, mas também de supervisão, bem como a criação de comités de auditoria, de nomeações e de remuneração[173].

O presente capítulo tem como objetivo analisar os mecanismos internos de governação societária, enquanto instrumentos centrais na mitigação dos custos de agência. A razão desta escolha resulta da especificidade dos desafios do Corporate Governance pela inserção do sistema português no espaço europeu, que atribui preferência a uma ótica de supervisão interna da gestão. Mantemos-mos sempre conscientes que, não obstante, a solidez financeira de uma instituição, esta depende da qualidade de um

[171] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 61.
[172] COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel, *Governação das Sociedades Comerciais*, pp. 13-14. Fazendo a mesma divisão, MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* pp. 60-62.
[173] No mesmo sentido, identificada como força de controlo interno às empresas, sugere-se a inclusão de sistemas de gestão de Compliance, in REDECKER, Ana Cláudia, HACKMANN, Evaldo Osorio, *Compliance*, p. 32.

sistema de proteção assente em ambos os pilares de defesa, que funcionam de forma sucessiva e complementar.

Em segundo lugar, escolhemos investigar alguns pontos a destacar, na panóplia de instrumentos internos, que dizem respeito às regras internas de fiscalização no acompanhamento da tomada de decisões estratégicas, isto é, dos atos dos administradores societários, como a composição e independência do conselho de administração e a diversidade de perfis dos administradores, bem como a criação de comissões especializadas, na vertente da fiscalização interna, dado possibilitarem uma intervenção direta, tempestiva e informada sobre as decisões estratégicas da sociedade, mitigando conflitos na sua origem, antes que se convertam em práticas irreversíveis.

Não signifique isso, por certo, que desvalorizamos as regras tradicionais que condicionam os gestores, como as normas de retribuição e as regras de responsabilidade e destituição[174].

Já o título do capítulo é elucidativo - traduz a intenção, ao longo do seu desenvolvimento, de articular a dimensão normativa e a dimensão operacional do governo societário, procurando demonstrar de que forma as orientações e normas formais, consagradas no CSC, nas recomendações e diretivas europeias e nos códigos de Corporate Governance, se refletem na prática concreta de gestão e supervisão das sociedades. O objetivo é compreender até que ponto o quadro legal e regulatório se materializa em estruturas internas verdadeiramente eficazes.

3.1. Os mecanismos de governação interna de resolução de conflitos de interesse e de supervisão da gestão

Importa, por isso, inquirir como a empresa gere o seu negócio, sendo para o efeito determinante o papel do seu órgão de administração, que é responsável por assegurar uma gestão sã e prudente e por garantir que a instituição dispõe de elevados níveis de competência técnica e dos meios materiais e humanos para desenvolver a sua atividade com qualidade, de modo a atingir os objetivos estratégicos[175].

O órgão de administração tem, igualmente, a responsabilidade de não só definir a estratégia global e a política de gestão de risco da instituição, como de estabelecer uma visão integrada para os riscos a

[174] Esta nossa escolha é uma escolha puramente académica e metodológica, e, por certo, necessariamente delimitativa do nosso objeto de estudo.

[175] FERREIRA, Luís Costa, MAGALHÃES DA CUNHA, Benedita, *Breve comentário sobre o Aviso do Banco de Portugal n.º 3/2020 em matéria de conduta e cultura organizacional e sistemas de governo e controlo interno*, Revista de Direito das Sociedades, Vol. XI, 2019, p. 738 e p. 741.

que a instituição está ou pode vir a estar exposta, no quadro de uma estrutura de funções de controlo interno adequados e eficazes.

Como veremos, o enfoque em critérios de competência, diversidade, idoneidade, ética, transparência e independência não só auxiliam a reputação das empresas, como criam valor sustentável para todas as partes integrantes da sociedade.

3.1.1. A Importância de uma Estrutura Capacitada do Conselho de Administração

A designação dos administradores nas sociedades anónimas, que pode ocorrer de múltiplas formas − pelos estatutos, nomeação contratual ou eleição em assembleia geral[176] – assume especial relevo, porque é através deste processo que se determina a composição do órgão responsável pela direção estratégica da sociedade. O modo como o conselho de administração é formado não se resume a uma questão formal ou numérica: representa a seleção de perfis que asseguram não só a conformidade legal, mas também a capacidade crítica, experiência diversificada e integridade exigidas para uma governação robusta.

A composição do órgão dirigente constitui elemento nuclear para garantir a solidez de decisões estratégias inovadoras, com marcas de robustez crítica. Nessa senda, os contextos europeu e nacional têm procurado valorizar a diversidade de perfis com experiências e qualificações, o mérito e a integridade, ultrapassando a ideia de que o conselho se traduz apenas em números.

3.1.1.1. A Composição Quantitativa

Ao nível da composição quantitativa, a legislação portuguesa não fixa um número determinado de membros para os órgãos de administração, embora devam os estatutos fixar esse número dentro dos limites legais referidos (número mínimo, máximo e ímpar), como decorre, aliás, do art. 390.º do CSC e do artigo 424.º CSC[177]. Desta forma, o número de administradores é livremente fixado no contrato, funcionando o princípio da autonomia privada. Exige-se, apenas, um número par de gerentes.

Para o cumprimento do art. 393.º CSC, basta que o contrato social fixe um número mínimo e máximo dos membros do conselho de administração, porque a lei confia aos estatutos a indicação do

[176] Arts. 391.º e 392.º do CSC. A duração do mandato é no máximo de 4 anos, cfr. arts. 391.º, n.º 3 e 425.º, n.º 2.

[177] CUNHA, Vera Lúcia, MARTINS, António*, O Conselho de Administração,* p. 74. No âmbito das sociedades abertas, o princípio da liberdade na fixação estatutária do número de administradores não sofre erosão por via das recomendações da CMVM, que, como veremos, apenas impõe limitações quanto ao número de administradores não executivos e independentes, in MAIA, Pedro, *Voto e Corporate Governance*, p. 53.

número de administradores, não distinguindo se deve ser um número fixo ou variável: ambas as hipóteses são admissíveis na dúvida, por razões de ordem sistemática[178].

Assim, o conselho de administração, no modelo clássico, e o conselho de administração executivo, no modelo germânico, poderão ser compostos, na prática, apenas por dois membros. Também é admissível que a administração seja exercida por um administrador executivo, vd. art. 278.º, n.º 2 do CSC. Já no modelo anglo-saxónico, está afastada a possibilidade de administrador único e o conselho compreende necessariamente um número de pelo menos 4 membros executivos[179]. O que se debate é se o contrato deve estipular um número maior ao mínimo legalmente exigido, de modo a permitir um funcionamento mais unitário do grupo e menos divergências na ordem do dia.

Alguns autores defendem que os conselhos de administração com maior número de membros podem ser menos eficazes do que conselhos mais pequenos. Enquanto, por um lado, o acréscimo do número de diretores no conselho facilita o seu papel de supervisão e controlo – o que apontaria no sentido de um efeito positivo do aumento do número de membros – parece, por outro lado, igualmente certo que este incremento pode ter efeitos negativos sobre o desempenho empresarial. Isto acontece quando os conselhos se tornam demasiado grandes e essa dimensão adensa os problemas de agência[180].

Mas essa liberdade conferida ao número de administradores não é unanimemente entendida como uma liberdade de definição estatutária do número de administradores com intervalos. Há quem defenda que os estatutos têm de definir o número exato de administradores[181], enquanto outros admitem o estabelecimento de um intervalo entre um número mínimo e máximo[182], e quem defenda que esse intervalo deva ser referido a situações concretas[183].

A linha argumentativa que abona na interpretação de que é favorável o estabelecimento de um intervalo, prende-se com a necessidade de contrariar frequentes alterações estatutárias e de, por essa via, evitar o acréscimo de burocracia e do formalismo exigido. Nas sociedades anónimas, são frequentes as alterações ao quadro acionista, o que pode ter impacto no número de titulares do órgão de administração,

---

[178] MAIA, Pedro, *Voto e Corporate Governance*, p. 54.

[179] CÂMARA, Paulo, DIAS, Gabriela, *A Vocação Universal do Corporate*, 2011, p. 51. O administrador único constitui uma possibilidade efetiva apenas nos modelos de governo latino e germânico e dependente, nos termos do art. 390.º, n.º 2, de o capital social não exceder 200.000€.

[180] CUNHA, Vera Lúcia, MARTINS, António*, O Conselho de Administração*, p. 74.

[181] CÂMARA, Paulo [et. al.], *A Governação das Sociedades Anónimas*, p. 324, cit. posições de MAIA, Pedro, *Função e Funcionamento do Conselho de Administração das Sociedades Anónimas*, 2002, pp. 169-177 e CORDEIRO, Menezes, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 2009, p. 962.

[182] CÂMARA, Paulo, DIAS, Gabriela, *A Vocação Universal do Corporate* – O Governo das Sociedades Anónimas, Cap. II, 2011, pp. 54-57.

[183] CÂMARA, Paulo [et. al.], *A Governação das Sociedades Anónimas,* p. 324, segundo COSTA, Ricardo.

em maior ou menor grau – o intervalo pode amparar alterações ao quadro acionista, sem que ocorra a modificação constante dos estatutos[184].

3.1.1.2. A Composição Qualitativa

No âmbito da composição qualitativa do conselho, os membros devem dispor de *know-how*, conhecimentos e experiência adequados às funções, a composição do órgão e das comissões deve marcar pela diversidade nas áreas de qualificações profissionais. A diversidade e a inclusão permitem a expansão de ideias segundo pessoas com diversos *backgrounds*, personalidades, experiências de vida e de cultura, pressupostos que estão intrinsecamente ligados à inovação nos produtos e processos e à autorrenovação de ideias competitivas, permitindo a sustentabilidade das organizações[185].

No mesmo sentido, PEDRO MACHADO considera que é mais importante que os órgãos de administração tenham diversidade de género, de perfis, de qualificação e de experiências, não acreditando que haja grande relevância na nacionalidade dos gestores[186].

A legislação, quanto à composição do conselho de administração, como vimos, observa-se que, apesar de colocar critérios, quantitativos, presentes no art. 390.º CSC, também não especifica os critérios qualitativos, quanto à diversidade exigível aos membros. O CSC é, assim, omisso, quanto a exigências genéricas de competência profissional e de idoneidade, não obstante a orientação do art. 64.º, n.º 1[187].

Existem, dispersas na lei, algumas regras de idoneidade, honorabilidade, capacidade técnica e experiência profissionais, impostas para certo tipo de sociedades anónimas em razão de critérios setoriais e determinados pela especificidade da área do negócio, cuja não verificação é causa de recusa de registo do administrador junto das respetivas autoridades de supervisão ou do respetivo cancelamento, quando as qualificações exigidas se deixem de verificar na vigência do mandato[188].

---

[184] MAIA, Pedro, *Voto e Corporate Governance*, pp. 55-56. Como diz, o entendimento contrário pode atrasar injustificadamente as chances de financiamento societário e prejudicar seriamente os acionistas.

[185] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 293; pp. 295-296, cit. TRICKER, Robert, trad.: "o conselho de administração (…) para governar a empresa de forma a garantir resultados sustentáveis no longo prazo, precisa de uma composição determinada, por mérito, e não apenas de características representativas".

[186] MATTOS E SILVA, Nathália, *O Corporate Governance - Mecanismos e Ferramentas, com foco na Diversidade do Conselho de Administração e a Controvérsia das Finanças Comportamentais*, Outubro, 2022, Mestrado em Direito das Empresas e do Trabalho, p. 39.

[187] CÂMARA, Paulo, [et. al.], *A Governação das Sociedades Anónimas*, p. 318. Já CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, p. 567, teria relevado que o critério de gestor não segue o homem médio como padrão do Direito Civil, trata-se de um gestor capaz de responder a médio e longo prazo aos desafios tendo em conta a complexidade da atividade empresarial e da sua função e a dimensão e setor da economia.

[188] CÂMARA, Paulo [et al.], *A Governação das Sociedades Anónimas*, p. 318, e vide arts. 30.º e 31.º do RGICSF. Veja-se, também, o Aviso n.º 3/2020, que estabelece que os órgãos de administração e de fiscalização avaliam as suas necessidades em termos de composição e organização, ao definirem as qualificações profissionais que

A nível de condições formais específicas, o CSC, exige, no modelo anglo-saxónico, que um dos membros da comissão de auditoria, tenha um curso superior adequado e conhecimentos em auditoria e contabilidade, de acordo com o art. 423.º-B, n.º 4 do CSC[189]. Ainda que de forma tímida, no nosso ponto de vista, essa norma pareceu evidenciar preocupações com a especialização de certos membros, as quais devem ser transpostas para os demais.

Do ponto de vista das empresas, estas, de modo a procurarem uma melhor gestão, ponderam, estrategicamente, diversos fatores no preenchimento dos quadros, entres os quais, sociais, culturais, políticos, económicos, etc., sempre de acordo com a sua inserção regional, setorial, e a nível de mercado[190]. A diversidade, concretizada amplamente, não é menos do que um mecanismo formal de governo de âmbito interno com valor acrescentado.

O Código de Governo do IPCG de 2018, apresenta estas preocupações no princípio II.2.B. A nível de recomendações, as sociedades estabelecem previamente os critérios e requisitos relativos ao perfil de membros dos órgãos da sociedade adequados à função a desempenhar, considerando atributos individuais, como competência, integridade, disponibilidade e experiência e requisitos de diversidade[191].

Do ponto de vista prático, tem aumentado a vontade política europeia no âmbito do combate à diferenciação de género: a Comissão Europeia aprovou uma proposta de Diretiva COM (2012) 614 final, de 14 de novembro de 2012, que estabelece um conjunto de medidas destinadas a garantir uma representação mais equilibrada entre homens e mulheres no exercício dos cargos de administração executiva e não executiva das empresas cotadas. Esta iniciativa já gerou os seus efeitos em Portugal[192].

---

os seus membros devem reunir face às especificidades da instituição, cfr. arts. 5.º a 8.º, in FERREIRA, Luís Costa, MAGALHÃES DA CUNHA, Benedita*, Breve comentário sobre o Aviso,* p. 742.

[189] CÂMARA, Paulo, [et. al.], *A Governação das Sociedades Anónimas*, p. 317.

[190] MATTOS E SILVA, Nathália, *O Corporate Governance*, pp. 39-40. Veja-se que já a União Europeia segue os mesmos critérios: "idade, género, origem geográfica, habilitações e antecedentes profissionais (…) por forma a assegurar uma diversidade de opiniões e experiências" cfr. Considerando n.º 60 da Diretiva 2013/36/EU, de 26 junho de 2013, relativamente às instituições de crédito e, ainda, Orientação n.º 102 e ss, EBA/GL/2021/06, de 02-07-2021, "(…) todas as instituições devem possuir e aplicar uma política de promoção da diversidade no que se refere ao órgão de administração, de modo a promover uma composição diversificada de membros (…)".

[191] *Código de Governo das Sociedades*, 2018, Edição IPGG, Lisboa, Revisto em 2023, versão ebook, Capítulo II.2., p. 10, referente à recomendação II.2.1. Note-se, que, na recomendação II.2.2, os órgãos de administração e de fiscalização e as suas comissões internas, das quais faz parte a comissão de nomeações, devem dispor de regulamentos − nomeadamente sobre o exercício das respetivas atribuições, presidência, funcionamento e quadro de deveres dos seus membros, o que, do nosso ponto de vista, é crucial para a congruência prévia do perfil dos candidatos às responsabilidades circunscritas do exercício de funções internas na sociedade.

[192] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* pp. 293-294. Com a aprovação da Lei n.º 62/2017, de 1 de agosto estabeleceu-se uma proporção mínima de pessoas de cada sexo designadas para cada órgão de administração e fiscalização das empresas: nas empresas cotadas, a 20% a partir da primeira assembleia geral eletiva após 1 de janeiro de 2018; 33,3%, a partir da primeira assembleia geral eletiva após 1 de janeiro de 2020.

De acordo com o enunciado no Considerando (13), a atual falta de transparência dos procedimentos de seleção e dos critérios relativos às qualificações é um importante obstáculo a uma maior diversidade de género nos conselhos de administração, afetando negativamente tanto as carreiras dos candidatos, como as decisões dos investidores. Essa falta de transparência impede os potenciais candidatos de concorrerem aos conselhos em que as suas qualificações seriam mais úteis e de contestarem as decisões de nomeação discriminatórias em razão do sexo[193].

Os defensores de mais mulheres em conselhos enfatizam o talento potencial que se perde, a experiência, os *insights*, e a falta de justiça que podem estar a faltar nas deliberações do conselho. Outros argumentam que os conselhos devem trabalhar em conjunto como uma equipa fundada no mérito, refletindo um bom equilíbrio de habilitações, habilidades e experiências, independentemente do género.

Dados recentes indicam, na verdade, que existe uma relação positiva entre uma maior presença das mulheres nos cargos de administração e o desempenho de empresas, e que as sociedades com mais mulheres no conselho distribuíram, em média, mais rendimento aos acionistas e apresentaram melhor crescimento médio, à semelhança de múltiplos mais elevados em termos de preço[194].

Já a integração de jovens sem experiência profissional ou de perfis mais seniores, não faz presumir que a geração tenha impacto na atuação vantajosa. A pluralidade de abordagens, implica, aliás, a complementaridade do *input* de trabalhadores de diferentes faixas etárias. A experiência de mercado e de negócio de um gestor sénior, habituado ao contacto regular com o cliente, é permissiva à opinião novata de um perfil júnior, integrado nas novidades digitais, contribuindo para debates ricos[195].

Tanto a diversidade de género como a diversidade etária trazem vantagens, entre as quais:

i. aumento do coeficiente de inteligência emocional do conselho de administração;
ii. maior criatividade, variedade de perspetivas e abordagens alternativas a problemas;
iii. maior independência e atenção ao detalhe na monitorização do executivo.

Segue-se que os acionistas podem, por sua vontade manifestada nos estatutos, ou, através da deliberação da assembleia geral tomada pela maioria necessária para a alteração dos estatutos, introduzir exigências de qualificação ou qualidades ou circunstâncias pessoais para assumir o cargo de

[193] Diretiva COM (2012) 614 final, Bruxelas, 14.11.2012, p. 19, acessível em www.eur-lex.europa.eu.
[194] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 294. São apontados alguns contrapostos às mulheres, por razões de mérito, disponibilidade e *glass ceiling*, pelo que as quotas promovem uma maior igualdade de género.
[195] Concordamos a visão da autora, cfr. MATTOS E SILVA, Nathália, *O Corporate Governance*, pp. 41-42.

administração da sociedade, situação que é comum nas sociedades anónimas abertas, onde existem acordos parassociais que exigem certas qualidades ou circunstâncias pessoais[196].

3.1.2. O apelo à Idoneidade na Composição do Conselho - o que é o *Fit and Proper?*

Depois de analisarmos o impulso crescente na diversidade qualitativa nos conselhos de administração — que valoriza a convergência de múltiplos saberes, experiências, géneros e idades como garantia de inovação e sustentabilidade organizacional — torna-se indispensável considerar que essa pluralidade, para ser plenamente eficaz, deve ser acompanhada de rigorosos mecanismos de seleção e filtração de candidatos, baseados em critérios de idoneidade, integridade e competência.

Os critérios de *Fit & Proper* (adiante *FAP*) são testes de avaliação da adequação dos membros dos órgãos, assegurando que cada elemento cumpre padrões éticos e profissionais indispensáveis à boa governação. É, todavia, no setor financeiro, que as preocupações de adequação se agudizam, bem como as avaliações rigorosas de idoneidade elaboradas pelos supervisores financeiros, como o BCE e as autoridades nacionais de supervisão[197].

Tal não surpreende: nas instituições bancárias, o perfil e as características das pessoas a quem são confiadas as tarefas de gestão e de fiscalização, podem ter um impacto determinante na preservação da solidez das instituições, na salvaguarda dos interesses dos clientes e investidores, na estabilidade do sistema financeiro e no reforço da confiança do público nas organizações[198], em particular em face do risco sistémico. Tal impõe aos administradores uma diligência especial, cfr. o art. 75.º do RGICSF[199].

Partiremos, por isso, de uma contextualização, no setor financeiro, destas regras. Conscientes que, mesmo as grandes sociedades anónimas, situadas fora do setor financeiro, têm impacto significativo na economia e podem envolver riscos reputacionais e de governação semelhantes aos das instituições reguladas, nomeadamente, dado seu volume de negócios e pelo seu papel na economia local.

---

[196] CÂMARA, Paulo [et. al.], *A Governação das Sociedades Anónimas*, p. 318.

[197] LOPES, Ana da Ponte, *Avaliação dos membros dos órgãos sociais em instituições de crédito e sociedades financeiras*, in PINTO, José Costa [et. al.], *A emergência e o futuro do corporate governance em Portugal*, 2018, (2), p. 57. Veja-se que alguns autores já admitem a expansão dos testes de adequação para entidades não financeiras: "(…) as well as that the Fit and Proper standards applicable to the financial system, are an opportunity to be considered by the nonfinancial sector that could similarly benefit from equally demanding standards", in FERRAZ, Duarte Pitta, ADHIKARI, Manish, *The Manual of Corporate Governance*, p. 16.

[198] LOPES, Ana da Ponte, *Avaliação dos membros dos órgãos sociais,* pp. 55-56.

[199] Em Portugal, a alteração do RGIC decorreu da transposição da Diretiva 2013/36/EU, pelo Decreto-Lei n.º 157/2014, de 24 de outubro, bem como pela Instrução n.º 12/2015, do Banco de Portugal n.º 8, de 17-08-2015, disponível em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/instrucoes/12-2015i.pdf.

O BCE[200] e a EBA recomendam boas práticas de avaliação de idoneidade para os membros dos órgãos de administração, as quais deveriam ser adaptadas a outros setores: embora o regime das políticas de *FAP* seja adstrito a setores regulados, as sociedades complexas, de grande dimensão, mesmo não financeiras, merecem, embora com necessária cautela, semelhante tratamento, especialmente porque ajudam a reforçar a confiança pública dos investidores nas empresas e na integridade do mercado[201]. O próprio quadro normativo europeu reconhece a necessidade de adequação e flexibilidade, permitindo ajustes nacionais na transposição de regras, argumento que abona a favor da nossa posição.

i) A verificação administrativa de adequação

O exercício, por pessoas singulares, das funções de administração e fiscalização nas instituições de crédito, encontra-se submetido a um procedimento administrativo de prévia autorização, após avaliação da adequação para o exercício do cargo. Esta adequação consiste na capacidade de assegurarem, em permanência, garantias de gestão sã e prudente das instituições de crédito, tendo em vista a salvaguarda do sistema financeiro e da sua solvabilidade, bem como dos interesses dos respetivos clientes, depositantes, investidores e demais credores, no sentido do art. 30.º, n.º 2 do RGICSF[202].

Assim, a palavra '*Proper'* respeita à avaliação da integridade e adequação à função. O artigo 30.º, n.º 3 do RGICSF apresenta a verificação dos pressupostos dos nomeados: a verificação da idoneidade pessoal, profissional e patrimonial; a qualificação profissional; a independência pessoal, profissional e de espírito; e, por fim, a disponibilidade. Claro está, pois, que um '*proper*' administrador terá, necessariamente, de ser '*fit*': munido de competência técnica – académica e profissional.

O princípio da proporcionalidade, consignado no art. 30.º, n.º 5 do RGICSF, é inerentemente aplicável, uma vez que o nível de experiência requerido depende das características da função específica e da instituição. Quanto mais complexa for, maior experiência será requerida, nomeadamente em

[200] A supervisão da adequação e idoneidade é uma das atribuições cometidas ao BCE em relação às quais este dispõe de competência exclusiva, segundo o *Guia para as avaliações da adequação e idoneidade*, 2021, pp. 8-9. É um *Gatekeeper*, apesar da responsabilidade primária do controlo residir nas instituições supervisionadas.

[201] Acompanhamos a posição de DUARTE PITTA, "O setor não-financeiro tem inúmeras indústrias reguladas e supervisionadas, mas na sua maioria, com enfoque estritamente técnico (e.g., telecomunicações, energia, farmacêutica, produtos de consumo). As regras e orientações incluindo a avaliação F&P, poderiam ser aplicadas com vantagens a essas indústrias e a organizações governamentais (…) impedindo contágio ao sistema financeiro de más práticas de *governance* de alguns dos seus *stakeholders*", in *Fit and Proper: evitar um cisne negro ou há um elefante na sala?,* Blog da Nova SBE, 2018, disponível em: https://blog.exed.novasbe.pt/artigos/fit-and-proper-evitar-um-cisne-negro-ou-ha-um-elefante-na-sala.

[202] CATARINO, Luís Guilherme, *Fit and Proper: O Controlo Administrativo da Idoneidade no Sector Financeiro*. Revista da Concorrência e Regulação, 2015, 4(23-24), pp. 30-31 e Lei n.º 23-A/2022, disponível em: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/legislacoes/rgicsf_pt.pdf.

mercados financeiros, quadro regulamentar, planeamento estratégico, gestão de riscos, auditoria, conhecimentos capazes de assegurar o governo, supervisão e controles eficazes[203].

Os níveis de preparação exigidos aos membros dos órgãos de administração dos bancos são, por isso, mais exigentes do que aqueles que são impostos aos administradores da generalidade das sociedades comerciais[204]. São tidos em conta tanto a experiência prática decorrente de cargos anteriores, como os conhecimentos teóricos básicos no domínio bancário[205]. Voltando ao ponto com o qual abrimos o capítulo, a aplicação dos testes FAP prevê um regime mais flexível, que, contudo, poderá ser aprimorado, especialmente para aquelas sociedades de grande dimensão e impacto económico.

A verificação administrativa da idoneidade é um dos requisitos da adequação pessoal, no juízo de prognose sobre a garantia da prudência da gestão confiada aos titulares. Trata-se de uma atividade de supervisão prudencial, "de conformidade legal de comportamentos e qualidades pessoais intrínsecas dos profissionais", efetuada pela administração nacional, nomeadamente pelos bancos centrais, revestindo natureza de poder-dever de vigilância sobre as instituições financeiras[206] [207].

Como vimos anteriormente, o apelo à ética e à moral nos negócios é crescente e a necessidade de adequação é um problema de regulação que evoluiu com o forte impacto público de comportamentos pessoais ilícitos e danosos baseados em "correntes de confiança pessoal".

ii) Um administrador pode ser 'fit' mas não idóneo?

A idoneidade é um conceito funcional que tem em vista a salvaguarda da relação de fidúcia perante o público em geral, o qual confiou à instituição financeira, os seus fundos. Segundo o art. 30.º-D, n.º1 do RGICSF, a aferição da idoneidade inclui a avaliação da personalidade, ética e moral, e da capacidade pessoal e patrimonial dos membros dos órgãos de administração das entidades supervisionadas, para o

---

[203] FERRAZ, Duarte Pitta, *Fit and Proper*. E Banco Central Europeu, *Guia para as avaliações da adequação e idoneidade*, 2021, p. 12. No mesmo sentido, orientação n.º 64, das Orientações EBA EBA/GL/2021/06, p. 23.

[204] RODRIGUES, Margarida Andrade, *Adequação e Idoneidade dos membros do órgão de administração das instituições de crédito*, *A importância do Banco de Portugal enquanto supervisor no governo das instituições de crédito,* Universidade Católica Portuguesa, 2023, pp. 17-18. Bem como, *Guia para as avaliações da adequação e idoneidade*, segundo pontos 3.1.3 e 3.1.3.2. Aos administradores das demais sociedades, não são exigidas habilitações específicas ou experiência relevante, sendo-lhes apenas exigida competência técnica e conhecimento da atividade da sociedade, de acordo com o art. 64.º, alínea a).

[205] *Guia para as avaliações da adequação e idoneidade*, pp. 11-12. No mesmo sentido, Orientações EBA n.ºs 56, 57 e 59, e sobre o domínio bancário-financeiro, n.ºs 61 e 63, EBA/GL/2021/06, pp. 21-22. Este guia vai de encontro ao estipulado no art. 31.º, n.º 1 e 2 do RGICSF.

[206] CATARINO, Luís Guilherme, *Fit and Proper*, p. 35; pp. 31-32. Enquanto administração pública especializada, foram criadas entidades administrativas independentes para este efeito, como o Banco de Portugal.

[207] REIS, Margarida, *A idoneidade dos membros dos órgãos de administração e fiscalização das instituições de crédito*. Revista da Concorrência e Regulação, 2015, 4(23–24), pp. 125-126. Para considerações sobre o conceito jurídico indeterminado da idoneidade, CATARINO, Luís Guilherme, *Fit and Proper*, pp. 84-93.

exercício de uma atividade financeira. Portanto, os sujeitos cuja idoneidade se afere devem demonstrar possuir uma honestidade, integridade e reputação acima da média[208].

Segundo as Orientações EBA de 2012, nos pontos 13.1 e 13.2, a idoneidade é caracterizada pela negativa, ao afirmar-se que o sujeito em causa goza de idoneidade se não existirem elementos que sugiram o contrário nem razões para dúvidas fundadas sobre a sua capacidade de garantir uma gestão sã e prudente da instituição de crédito. Assim, devem ser tidos em conta quaisquer registos criminais ou administrativos relevantes, considerando o tipo de condenação ou acusação, o nível de recurso, a sanção aplicada, a fase do processo judicial e o efeito de eventuais medidas de reabilitação (ponto 13.3)[209] [210].

Na avaliação da idoneidade deve, ainda, ter-se em conta, o modo como a pessoa gere habitualmente os negócios profissionais. Com base no n.º 2 do art. 30.º-D, deverá analisar-se informação completa sobre as funções passadas do interessado como profissional, as características mais salientes do seu comportamento e o contexto em que as suas decisões foram tomadas. No n.º 3 é elencado um conjunto de circunstâncias, constituindo "índices de inidoneidade de comportamento", que devem ser tidos em conta, ponderada a respetiva gravidade, v.g. tentativa de branqueamento de capitais (alínea b).

O juízo de inidoneidade, que funda a recusa de autorização, implica a existência de uma conduta pessoal e profissional anterior que por habitual ou reiterada, repetia um padrão de usual incumprimento de obrigações ou decisões imponderadas, que permitia ao regulador inferir uma forte probabilidade de gestão imprudente, por exemplo, mediante a assunção de riscos graves, suscitando receio e insegurança nos agentes do mercado[211] [212].

---

[208] CATARINO, Luís Guilherme, *Fit and Proper*, p. 39 e REIS, Margarida, *A idoneidade dos membros*, pp.116-121.

[209] REIS, Margarida, *A idoneidade dos membros*, pp. 123-124. Não se limitando a situações de condenação em processo judicial, pois deve abranger, também, processos pendentes. Devem considerar-se as circunstâncias envolventes, incluindo atenuantes, a gravidade de qualquer infração ou medida contraordenacional, o período decorrido e a conduta da pessoa nomeada desde a infração. Não obstante a presunção de inocência aplicável em processos criminais, o simples facto de uma pessoa ser objeto de uma ação judicial é materialmente pertinente em termos de idoneidade, in *Guia para as avaliações da adequação e idoneidade*, pp. 16-17.

[210] No ponto 13.6., é dada atenção aos fatores relativos à regularidade da conduta do membro em atividades profissionais anteriores, p.e. qualquer evidência de que o membro não agiu de forma transparente, aberta e cooperante nas suas relações com as autoridades de supervisão, cfr. Orientações n.ºs 76 a 77, EBA/GL/2012/06.

[211] CATARINO, Luís Guilherme, *Fit and Proper*, pp. 85-87. A aferição da idoneidade deve ser feita numa base casuística, atenta a gravidade do ilícito, o comportamento posterior, a reiteração, a reabilitação e o tempo já decorrido. Neste sentido, vd. *The Fit and Proper test for Approved Persons* (FIT) da FCA, relativo aos requisitos de *fitness* e *propriety*, disponível in http://www.fca.org.uk/firms/being-regulated/approved/approved-persons/fitness. Exemplos dados por REIS, Margarida, *A idoneidade dos membros*, p. 121.

[212] CATARINO, Luís Guilherme, *Fit and Proper*, p. 77. O ato administrativo de recusa de autorização é um ato de garantia, porque se baseia na antecipação do risco e não numa mera prevenção de risco [p. 62]. Veja-se a inserção sistemática dos atos de autorização e de recusa, nos arts. 20.º, n.º 1, alínea c), 30.º-B e 30.º-C, 69.º, n.º 4 do RGICSF, conjugado com o art. 14.º, n.º 1, alínea j), relativamente à questão específica da idoneidade.

Assim, a título de exemplo, um candidato proposto para administrador de um banco, apesar de deter currículo académico sólido, pode ver a sua nomeação rejeitada se existirem sinais de práticas passadas que coloquem em causa a sua integridade. O mesmo se verifica no caso de existirem ligações a entidades concorrentes. Nos casos em que um membro nomeado carece de experiência em determinado domínio crítico as autoridades reguladoras podem limitar o mandato a áreas de supervisão específicas.

Deste modo, estando a avaliação da idoneidade dependente da ponderação de qualidades pessoais dos administradores, a aplicação do princípio da proporcionalidade revela-se problemática. Na verdade, os requisitos de integridade, honorabilidade e boa reputação exigidos aos administradores de uma instituição de menor dimensão não podem ser menos exigentes do que aqueles que são impostos aos administradores de uma instituição com peso significativo[213].

iii) A independência de espírito

Outro critério, relevante na avaliação do perfil, respeita aos potenciais ou reais conflitos de interesse e independência de espírito, que requerem que os membros dos órgãos sociais devem fazer comentários pragmáticos, informados e realistas, ser objetivos e tomar decisões autónomas, agindo com independência de mente, na salvaguarda dos interesses externos dos depositantes[214].

As competências comportamentais necessárias incluem: i) coragem, convicção e força para avaliar e contestar efetivamente as decisões propostas por outros membros do órgão de administração; ii) condições para questionar os membros do órgão de administração na sua função de gestão; e iii) capacidade de resistir ao "pensamento de grupo" e conflitos de interesses que criem obstáculos à sua capacidade de desempenhar os seus deveres de forma independente e objetiva[215].

Esta independência difere do conceito do art. 31.º-A do RGICSF: aqui, o requisito de independência tem em vista prevenir o risco de sujeição dos membros dos órgãos de administração e fiscalização à influência indevida de outras pessoas ou entidades, promovendo condições que permitam o exercício das suas funções com isenção, v.g., relações de parentesco ou análogas (alínea b), n.º 2).

---

[213] RODRIGUES, Margarida Andrade, *Adequação e Idoneidade*, p. 23. O que não significa que as políticas em concreto aplicáveis tenham de ser igualmente exigentes em instituições financeiras de maior dimensão. É um facto para o qual alertamos. Vide orientação 19. das Orientações EBA, EBA/GL/2021/06, de 02-07-2021, p. 10 que consigna o princípio da proporcionalidade: " (…) as instituições devem ter em conta a sua dimensão, a sua organização interna, e a natureza, a escala e a complexidade das suas atividades. As instituições significativas devem dispor de políticas e processos mais sofisticados, enquanto as instituições de pequena dimensão e menor complexidade podem aplicar políticas e processos mais simples (…)".

[214] FERRAZ, Duarte Pitta, *Fit and Proper*. Segundo as Orientações EBA/GL/2021/06, n.ºs 78 a 80, não deter com a instituição qualquer tipo de ligação, presente ou passada, que possa influenciar a sua capacidade de julgamento é ser-se 'independente', o que não significa que detenha, necessariamente, independência de espírito.

[215] *Guia para as avaliações da adequação e idoneidade*, pp. 26-27. Orientações EBA/GL/2021/06, n.ºs 81 a 86.

iv) A autoavaliação das empresas

Finalmente, as próprias empresas devem ter normas, procedimentos e políticas internas que conduzam e balizem a sua avaliação prévia de *FAP* dos seus titulares ou nomeados, orientando, elas próprias, o controlo de idoneidade e da prevenção de conflito de interesses, com base na informação recebida e solicitada à pessoa a propor ao regulador[216].

Este primeiro controlo na cultura interna da empresa, fixa os objetivos, a função a desempenhar, a avaliação de perfis e as competências inerentes ao posto. O cumprimento de tais requisitos pressupõe a existência de órgãos com competência para a sua orientação e controlo, a definição de regras internas de conteúdos claros e de linhas de reporte e cooperação e cadeias de controlo interno[217].

3.2. As figuras do Administrador Independente e dos Membros Não Executivos na Vigilância dos Executivos

Como observámos *supra*, o direito societário cria uma série de mecanismos que visam limitar os custos de agência, entre os quais se refere o aspeto qualitativo da posição do administrador, o qual pode ser qualificado como um dirigente independente que opera no interior do órgão de administração, face aos restantes órgãos sociais, confluindo num meio de controlo interno de governação.

3.2.1. O que significa ser independente?

Existe uma convicção de que a existência de administradores independentes e estranhos à gestão diária da sociedade garante uma melhor fiscalização dessa mesma gestão. O movimento começou no Canadá, Reino Unido e EUA, na década de 80, e no final de 90, mais de 60% dos membros eram independentes, em resultado do aparecimento dos códigos de governação[218].

Os administradores independentes são, de notar, oriundos da prática e do direito norte-americanos[219], num sistema em que o órgão de administração - o *board* - está, muitas vezes, afastado da

---

[216] CATARINO, Luís Guilherme, *Fit and Proper*, p. 54. Vd. o ponto 7.1 das Orientações EBA/GL/2012/06, p. 7. Segundo as Orientações EBA/GL/2021/06, orientação n.º 26, a avaliação de FAP tem de ser efetuada no momento da nomeação, mas é feita uma adequação e reavaliação contínuas, no decurso de cada mandato, cfr. a Diretiva 2013/36/UE do PE e do Conselho, de 26 de junho de 2013.

[217] CATARINO, Luís Guilherme, *Fit and Proper*, p. 94. Segundo a orientação n.º 109, EBA/GL/2021/06: " (…) a política de adequação da instituição deve ser harmonizada com o quadro geral de governação empresarial, com a cultura empresarial e com a apetência para o risco da instituição", conjugada com a n.º 113.

[218] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* pp. 259-266.

[219] Nos EUA, os administradores não executivos independentes compõem os comités de auditoria, remuneração e nomeação, integrando funções de fiscalização e controlo – de *monitoring* - dos administradores executivos. A

gestão corrente, diária, da sociedade, em virtude da falta de informação apropriada à gestão eficaz. A ausência de um órgão especificamente dedicado à fiscalização das atividades sociais, implica que o seu papel se deverá, sobretudo, à supervisão da gestão, isto é, à sua fiscalização[220].

Ser independente, nesta aceção, significa não ter compromissos ou funções exteriores à sociedade que pudessem interferir com a prática razoável da sua atividade. Desempenham, assim, funções estratégicas: agilizam a gestão societária, libertam os administradores executivos para o *management* diário; como especialistas, trazem *know-how* em temas mais complexos e resolvem assuntos que indicam risco de ocorrência de conflitos de interesse, como em matéria de remuneração[221].

A independência exprime-se, portanto, na relação subjetiva e direta de um titular de um órgão social com a sociedade, visando assegurar que o desempenho de funções seja imparcial, salvaguardado de qualquer influência nefasta suscetível de afetar a isenção de análise profissional ou de decisão . Como *outsiders* da empresa, são menos propensos a arriscar as suas reputações por transações fraudulentas e capazes de realizar uma monitorização cuidadosa do processo de "*reporting"* financeiro, de contabilidade e de auditoria, bem como dos controlos internos e da gestão dos riscos[222].

No entanto, a responsabilização é devida, seja pela utilização inadequada do poder de fiscalização, quer pela abstenção da utilização desse mesmo poder quando era devido, nas omissões de atuação[223].

Nos últimos anos, os administradores independentes fixam, sobretudo, uma função de supervisão da sociedade, como um substituto da regulação externa, garante da legalidade, e apoiante da prevenção de conflitos de interesses em vez de aconselharem a sociedade ou definirem estrategicamente a atividade societária. Esta visão do administrador independente é apoiada porque, como demonstram alguns autores, o controlo pelas entidades de supervisão é fraco e pouco concretizável[224].

---

concentração destas funções é recomendada com o objetivo de repartir centros de decisão e de controlo, in MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 242; p. 269. O relatório Cadbury no ponto 4.9 já o considerava, embora o debate tenha visto o seu nascimento aquando dos escândalos financeiros do séc. XIX.

[220] GOMES DA SILVA, João, [et. al.], *Os Administradores Independentes das Sociedades Cotadas Portuguesas*, Lisboa, Instituto Português do Corporate Governance, 2007, pp. 8-9. No modelo norte americano, como já tivemos oportunidade de referir, há predomínio de pluralidade de pequenos acionistas, empurrando os administradores independentes para a fiscalização da gestão, obrigando-os a prestar contas aos acionistas.

[221] HEITOR, Marta Isabel Lopes, *A responsabilidade civil, em relação à sociedade, dos administradores executivos e não executivos nas sociedades anónimas de modelo monista*, RDS V, 2013, 4, pp. 950-951. Segundo, CÂMARA, Paulo, [et. al.], *A Governação das Sociedades Anónimas*, p. 323, o critério de independência deve assentar na inexistência de circunstâncias suscetíveis de afetar o correto exercício do seu dever fiduciário.

[222] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, p. 250; pp. 258-259 e SOVERAL MARTINS, Alexandre de, *Administração das Sociedades Anónimas*, p. 55.

[223] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 267.

[224] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 258 e GOMES DA SILVA, João, [et. al.], *Os Administradores Independentes*, pp. 10-11.

i) A independência dos administradores em Portugal

No modelo clássico, o conselho de administração poderá ser composto por membros executivos, não sendo imposta a inclusão de membros não executivos, a qual é recomendada com base no princípio *comply or explain*.

Em Portugal, os administradores independentes são administradores não executivos que são vistos como conselheiros dos administradores executivos e como decisores em matérias cuja competência não tenha sido delegada nos mesmos[225]. Concentram uma vocação de reforço de uma gestão adequada de conflitos de interesses, na garantia da confiabilidade da informação financeira e do rigor dos controlos internos, bem como na fiscalização preventiva do desempenho dos administradores executivos[226].

No espaço português, essa separação ocorre nas sociedades anónimas que escolham o modelo latino (ou clássico) ou o modelo anglo-saxónico.

No modelo clássico, o funcionamento é colegial, por maioria, de acordo com o art. 410.º, n.ºs 4 e 7. Segundo PEDRO MAGALHÃES, "para superar o dilema aparente do conselho unitário, os códigos de governação societária exigem que os conselhos de administração deleguem a gestão corrente numa comissão executiva, permitindo a existência de administradores executivos e não executivos, e que destes um determinado número ou percentagem sejam independentes[227].

A delegação de determinadas tarefas originárias da gestão corrente, segundo o art. 407.º, n.ºs 1 a 3 do CSC, a determinados membros ou numa comissão, apenas exclui as matérias previstas no artigo 406.º, alíneas a/b/c/d/f/l/m), nos casos da aprovação das contas, prestação de garantias e atos de competência excecional deste órgão, como são a mudança de sede e o aumento de capital[228]. No fundo, a delegação implica a responsabilidade de gerir ativamente a sociedade encarregada a executivos profissionais, que detêm tempo, disponibilidade e competência para a gestão diária dos negócios.

---

[225] CÂMARA, Paulo [et. al.], *A Governação das Sociedades Anónimas*, p. 319 e CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais,* pp. 593-594. O Código do IPCG reserva aos executivos certas matérias, vd. recomendação IV.2: i) definição da estratégia e das principais políticas da sociedade; ii) organização e coordenação da estrutura empresarial; iii) matérias que devam Código de Governo das Sociedades ser consideradas estratégicas em virtude do seu montante, risco ou características especiais.

[226] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 242.

[227] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 243; p. 248. De acordo com princípio da responsabilidade global, os membros do órgão de administração são coletivamente responsáveis pelas decisões do mesmo, independentemente de quaisquer divisões de tarefas ou delegações de poderes.

[228] HEITOR, Marta Isabel Lopes, *A responsabilidade civil, em relação à sociedade*, pp. 946-947.

A todos e cada um (executivos e não executivos) é imputado um dever de mútua vigilância. Os administradores não executivos (não delegados) ficam obrigados tão somente à vigilância geral dos executivos, e não de todo e qualquer ato concreto da atuação ou omissão do(s) administrador(es) delegado(s) ou comissão executiva, não sendo, responsáveis solidariamente pelos danos causados por estes, no âmbito das matérias delegadas[229].

No entanto, promovem a intervenção do conselho sempre que os atos dos delegados ou da comissão se revelem prejudiciais à sociedade, na tomada de medidas adequadas a evitar a materialização de atos ou eliminar os danos e efeitos nefastos (410.º e 407.º, n.º 8), sob pena de responsabilidade solidária e por culpa própria[230] [231].

Caso a opção seja pela delegação de poderes numa comissão executiva, a deliberação do conselho de administração que a criar deve igualmente estabelecer a sua composição e modo de funcionamento. O presidente deve manter os administradores não executivos informados sobre exercício da atividade da comissão, mediar relações com os executivos, e assegurar o cumprimento dos limites da delegação de poderes, da estratégia da sociedade e dos deveres de colaboração com o presidente do conselho[232].

Já no modelo anglo-saxónico, temos um conselho de administração com comissão de auditoria e um ROC, veja-se os arts. 423.º-B, n.º 1 e 2 e 278.º, n.º 5 do CSC. Na composição qualitativa da comissão de auditoria, denota-se um paralelismo ao conselho fiscal do modelo clássico, designadamente quanto às exigências de honorabilidade competência e independência. Constituída no seio do próprio conselho, a comissão de auditoria é formada por administradores que se pretendem sérios, honestos, competentes e independentes, com requisitos qualitativos, remuneração, e destituição semelhantes ao conselho fiscal; também as competências de vigilância da comissão são tão iguais às do conselho fiscal[233].

---

[229] HEITOR, Marta Isabel Lopes, *A responsabilidade civil, em relação à sociedade,* p. 940. O órgão de administração é o primeiro fiscalizador, sem prejuízo do papel atribuído aos administradores não-executivos e independentes. Aliás, como afirma CALVÃO DA SILVA, o conselho de administração tem mesmo a obrigação de intervir quando tenha "conhecimento de atos ou omissões prejudiciais ou do propósito de administrador-delegado/comissão executiva os praticar", in *Responsabilidade Civil dos Administradores não Executivos*, *da Comissão de Auditoria e do Conselho Geral e de Supervisão*, in www.oa.pt, p. 4.

[230] Trata-se de uma larga amplitude do seu poder de investigação, com poderes-deveres de inspeção dos documentos da sociedade e solicitação de informações aos administradores-delegados, cfr. GOMES, José Ferreira, *da Administração*, pp. 180-181. No mesmo sentido, CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, p. 143 e Livro Branco, p. 29.

[231] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 244. No fundo, os não delegados são os mais afetados pela delegação: não participam na gestão quotidiana e ainda veem o seu dever de diligência reforçado. Ainda, HEITOR, Marta Isabel Lopes, *A responsabilidade civil, em relação à sociedade,* pp. 950-951; pp. 954-955.

[232] CÂMARA, Paulo, [et. al.], *A Governação das Sociedades Anónimas*, p. 329.

[233] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 245.

Aos membros da comissão é vedado o exercício de funções executivas da sociedade (art. 423.º-B, n.º 3/1ªp) e não podem ser cometidos encargos especiais de certas matérias da administração, nem delegados poderes de gestão corrente (407.º, n.ºs 1 a 3). Os administradores executivos serão aqueles que não fazem parte da comissão, ou seja, os administradores não auditores[234].

ii) A apropriação de funções fiscalizadoras pelos administradores independentes

Alguns autores consideram que os administradores independentes não devem ser vistos apenas como garantes da legalidade, até porque há outros órgãos responsáveis, nesse âmbito, como o órgão de fiscalização e o ROC[235]. É ao nível do órgão de fiscalização que deve ser acautelada a independência dos membros, com garantias próprias de incompatibilidades, limitação de mandatos e com regulamentação da remuneração, tendo concentrados poderes de controlo, ingerência e de assembleia geral sobre a administração. Esta articulação de mecanismos é suficiente na prossecução do interesse social, pelo que só por razões ponderosas se justificaria a contratação de novos administradores[236].

Ora, a separação entre executivos e não executivos releva em função da dimensão da sociedade e da complexidade dos riscos inerentes à sua atividade, porquanto em sociedades pequenas, nas quais a separação exigiria um número excessivo de administradores, o órgão de fiscalização já assegura, por inteiro, objetivos de supervisão e de vigilância[237].

É claro que a vigilância mais específica e analítica permanece no órgão de fiscalização – seja o conselho fiscal, a comissão de auditoria ou o conselho geral e de supervisão (dependendo do modelo adotado). Estes são os responsáveis pela fiscalização da administração não apenas formal ou de mera legalidade, mas também de mérito, com independência garantida de forma legalmente adequada. Este é um conceito de independência que, segundo PEDRO MAGALHÃES, não deve ser aplicado aos membros de administração, pois esses têm o dever de servir o interesse primário da sociedade. Defender o contrário levaria a impulsionar "uma vigilância esquizofrénica", uma mera "atuação platónica" [238].

PEDRO MAIA concorda, mas reconhece que, devido à utilização frequente do esquema da delegação de poderes transformou-se o conselho de administração num "verdadeiro órgão de

[234] CÂMARA, Paulo, [et. al.], *A Governação das Sociedades Anónimas*, p. 330.
[235] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 257, cit. JOÃO GOMES DA SILVA.
[236] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 265, cit. PAULA COSTA E SILVA.
[237] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* pp. 241-242; p. 247.
[238] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, cit. p. 266; p. 243. Os administradores não delegados têm um dever de vigilância geral relativamente aos delegados, mas é ao conselho fiscal que cabe a fiscalização mais minuciosa da sua atividade, segundo CALVÃO DA SILVA, João, *Responsabilidade Civil dos Administradores não Executivos*, pp. 4-5.

fiscalização ou de controlo da atuação dos administradores-delegados". Este autor vai mais longe, admitindo que o conselho de administração, na prática, equivale quase inteiramente ao conselho geral[239].

Mas, nem por isso, veja-se, os deveres de fiscalização dos administradores não executivos são idênticos aos deveres de fiscalização do conselho fiscal, já que os seus interesses são diversos: a fiscalização pelo conselho de administração é feita diretamente no interesse dos próprios acionistas que têm assento nesse órgão – "uma fiscalização 'interessada' ao passo que a intervenção do conselho fiscal visa tutelar interesses de todos os acionistas e, até, interesses mais gerais, de credores ou públicos"[240].

A independência, nunca é, claro está, inteira: existem fatores que podem impedir os administradores independentes de fiscalizar efetivamente a gestão social. As reuniões dos conselhos são escassas; os administradores independentes não são, em regra, administradores a tempo inteiro; nem sempre será absolutamente facilitado o acesso à informação de que necessitam. Finalmente, os administradores independentes serão, nalguns casos, propostos pela gestão executiva da sociedade e passivamente eleitos pelos seus acionistas, o que lhes pode retirar uma boa parte da sua independência[241]. O conselho fiscal, por outro lado, é muito menos permeável à ocorrência de idênticos distúrbios.

3.2.2. O conceito legal de Independência no CSC e na CMVM

Em Portugal, no modelo latino, não se exige o critério de independência como condição para o exercício do cargo de administrador, ao contrário nos outros modelos. A lei estabelece no art. 414.º, n.º 5 do CSC o conceito e critério de membro independente que, tendo sido criado a propósito dos membros do conselho fiscal, é também aplicável, por expressa remissão, aos membros independentes dos demais órgãos de fiscalização (arts. 414.º, n.ºs 4 a 6 e 414.º-A)[242].

Em sociedades cotadas, o CSC exige que o seu conselho fiscal seja constituído por maioria de membros independentes. No entanto, de acordo com o Reg. CMVM n.º 1/2010, de 8 de janeiro, e nos termos do número II.1.7 do Código de Governo da CMVM de 2013, observamos que também os órgãos de administração de uma empresa cotada devem integrar elementos independentes.

---

[239] MAIA, Pedro, *Função e Funcionamento do Conselho*, p. 255; pp. 257-258.
[240] HEITOR, Marta Isabel Lopes, *A responsabilidade civil, em relação à sociedade*, cit. p. 953.
[241] GOMES DA SILVA, João, [et. al.], *Os Administradores Independentes*, p. 11. Sobre esta preocupação, já alguns autores alertavam: a designação consensual dos titulares dos órgãos sociais pelos acionistas, implica que os mesmos sejam pessoas conhecidas dos acionistas, cfr. MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 236.
[242] GOMES DA SILVA, João, [et. al.], *Os Administradores Independentes*, p. 15. Contrariamente ao que sucede com a fiscalização, o CSC não qualifica a independência como requisito de legitimidade, nem como critério de exercício do cargo de administrador, v.d. MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 237; pp. 251-252. Antes prevê a existência de membros independentes na comissão de auditoria (art. 423.º-B, n.ºs 4 e 5) e na comissão para matérias financeiras (art. 444.º, n.ºs 5 e 6).

O CSC, avança apenas com a sua definição de independência proibida no art. 414.º, n.º 5:

- **i)** ser titular ou atuar em nome ou por conta de titulares de participação qualificada igual ou superior a 2% do capital social da sociedade (alínea a), por haver ligação a interesses significativos da sociedade, que prejudica atuação isenta;
- **ii)** e a reeleição por mais de dois mandatos, de forma contínua ou intercalada (alínea b), pela retirada de capacidade de análise e imparcialidade isenta, dado a convivência prolongada com demais membros dos órgãos sociais e acionistas presumir estar alinhado com os seus interesses.

Assim, no regime societário, fixa-se um conjunto de situações que impedem a independência, a qual surge associada a questões de incompatibilidade de exercício de cargo, tão graves que determinam a nulidade da designação, a qual não produz, qualquer efeito, ou a sua caducidade no decurso do mandato (cfr. art. 414.º-A, n.º 2) [243].

A última exigência tem sido criticada: criam-se dúvidas de interpretação a propósito de um membro do órgão de fiscalização que o tenha sido por 3 mandatos, mas que, entretanto, se afastou por completo da sociedade. A exigência torna-o, à partida, automaticamente não independente. A ausência de limitação à expressão 'intercalada' induz a que o exercício de qualquer mandato no tempo deve ser contabilizado para o limite máximo da dupla reeleição. O que é uma solução com que se não concorda, pois faria todo o sentido existir um período após o qual não se considerariam mandatos passados[244].

Aqui, a delimitação legal parece facilitar em demasia, na não previsão de períodos de *cooling off*, de um certo período entre a cessação da incompatibilidade e a possibilidade de designação. Estes períodos de interrupção de ligação à sociedade são importantes na prevenção de transposição automática de determinado administrador para independente. Mas não se encontram estabelecidos no nosso direito: basta fazer cessar a relação comercial, de prestação de serviços, ou o cargo de administração, que o titular imediatamente se torna elegível como administrador independente[245].

Apesar disso, o Código do IPCG de 2018 já o recomendava no ponto III.5: "não obsta à qualificação de um novo administrador como independente se, entre o termo das suas funções em qualquer órgão da sociedade e a sua nova designação, tiverem, entretanto, decorrido pelo menos três anos"[246].

---

[243] GOMES DA SILVA, João, [et. al.], *Os Administradores Independentes*, p. 17. No mesmo sentido, CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, p. 590.

[244] GOMES DA SILVA, João, [et. al.], *Os Administradores Independentes*, p. 24. Existe por detrás desta previsão uma medida de limitação de mandatos, que tem como pressuposto o pensamento que uma prolongada manutenção no cargo de um órgão de fiscalização é, em si mesmo, um fator de exclusão de independência.

[245] GOMES DA SILVA, João, [et. al.], *Os Administradores Independentes*, pp. 26-27.

[246] Instituto Português de Corporate Governance, *Código de Governo das Sociedades*, 2018. No mesmo sentido, GOMES, José Ferreira, *O novo Código de Governo das Sociedades do IPCG*, pp. 986-987.

Recorrendo ao argumento sistemático, o art. 414.º dispõe ainda que os mandatos exercidos noutros órgãos sociais não são contabilizados para a perda de independência. Esta solução, oferece reservas: permite que quem tenha sido, durante quatro ou mais mandatos, administrador executivo de uma sociedade, possa ser considerado diretamente como independente, se eleito para a comissão de auditoria ou para outro órgão de fiscalização[247].

i) A dicotomia independência / incompatibilidade

Ora, a incompatibilidade é a circunstância ou facto que a lei ou estatutos, com base numa presunção absoluta de existência de um conflito de interesses, e, consequente perda de independência ou neutralidade, reputa como impedimento relevante para exercício do cargo, pensemos, v.g., na condição de insolvente (189.º, n.º 2, c) CIRE), ou gestão não autorizada de sociedade concorrente (398.º, n.º 3)[248], cujo efeito é a nulidade da designação.

Trata de pressupostos negativos de elegibilidade, a verificação da inexistência de situações ou condições que afetem negativamente a legitimidade para ser designado administrador. São situações de impedimento para o exercício do cargo, absolutos ou relativos, cuja identificação *a priori* é impossível, tal a multiplicidade de situações concretas que podem determinar essas incompatibilidades para além das mencionadas na lei[249]. Por isso, o conceito de independência não se pode confundir com tais incompatibilidades, que visam assegurar que os sujeitos elegíveis sejam impermeáveis a influências nefastas a um desempenho imparcial de funções, com isenção de análise[250] [251].

Acresce que a lista das incompatibilidades não constitui um exclusivo dos membros independentes, sendo genericamente aplicável a todos os titulares dos órgãos de fiscalização das sociedades anónimas, ainda que não sejam independentes (cfr. o n.º 6 do art. 414.º).

A associação das incompatibilidades ao conceito de independência, aliás, não faz muito sentido: não se consegue entender porque certos fatores como a duração de doze anos em funções exclui a independência, mas permite o exercício do cargo como não independente, enquanto outros, como a existência de relações familiares com certos membros de órgãos sociais, determinam incompatibilidade para o exercício do cargo mas não pesam no preenchimento do conceito de "não independente".

---

[247] GOMES DA SILVA, João, [et. al.], *Os Administradores Independentes*, p. 24.
[248] CÂMARA, Paulo [et. al.], *A Governação das Sociedades Anónimas*, p. 321, cit. PAULO OLAVO CUNHA.
[249] CÂMARA, Paulo [et. al.], *A Governação das Sociedades Anónimas*, p. 321.
[250] CUNHA, Paulo Olavo, *Independência e inexistência de incompatibilidades*, p. 279.
[251] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 237. Os autores in GOMES DA SILVA, João, [et. al.], *Os Administradores Independentes*, p. 25, criticam a criação da dicotomia independência/incompatibilidade: as várias incompatibilidades não são mais do que situações típicas de fatores que inibem a independência.

ii) O preenchimento do conceito pela CMVM

No espaço português, em 2003, a CMVM trouxe inovações, como o facto de cada sociedade ter deixado de determinar livremente o seu próprio conceito de independência e apelou à necessidade de cada órgão de administração dispor pelo menos de um administrador independente[252].

Assim, segundo a CMVM, o conceito de administrador independente respeita a[253]: um administrador não executivo; não associado a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade e que não se encontre em qualquer circunstância suscetível de afetar a sua isenção de análise. Estas condições vêm identificadas no Anexo I, parágrafo 18.1. do Regulamento 4/2013, v.g. o candidato ter, nos últimos três anos, prestado serviços à sociedade em questão. O administrador independente não deve encontrar-se em nenhuma das situações que regulamentarmente excluam a independência e o órgão de administração de que faça parte terá de determinar, afirmativamente, a sua qualificação como independente.

Assim, a CMVM recomenda que alguns administradores não executivos, perfazendo um mínimo correspondente a um quarto do total, sejam independentes, nos termos que são legalmente exigidos para outros membros dos órgãos sociais, segundo o anexo I do Regulamento 4/2013, parágrafo 18.1[254].

Veja-se que, entre nós, vigora, a recomendação III.4 do Código de Corporate do IPCG de 2018 que considera independente a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade, nem se encontre em alguma circunstância suscetível de afetar a sua isenção de análise e define critérios de exclusão de independência idênticos aos apresentados no parágrafo 18.1., inovando no sentido que: (i) vê-se excluída a independência se o membro tiver exercido durante mais de doze anos, de forma contínua ou intercalada, funções em qualquer órgão da sociedade; (ii) bem como, cada sociedade deve incluir um número não inferior a um terço mas sempre plural, de administradores não executivos que cumpram os requisitos de independência.

Como críticas válidas, salientamos que, por um lado, teria sido útil inserir uma referência positiva no CSC ao que se entende por independência, tal como o faz a CMVM. Por outro, e à semelhança do que ocorre no Regulamento da CMVM, seria importante que o órgão de administração fosse obrigado a aferir da independência em concreto de cada administrador.

---

[252] *Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*, 2003, recomendação n.º 6.
[253] Regulamento 10/2005 da CMVM, no seu artigo 1.º.
[254] CUNHA, Paulo Olavo, *Independência e inexistência de incompatibilidades*, p. 305. Vd. o anexo I ao Regulamento 4/2013 da CMVM a propósito do modelo de relatório do governo societário, que fixa exigências informativas relativas aos administradores, como o dever de distinguir os membros executivos dos não executivos, discriminando os que cumprem critérios de independência, parágrafos 17 e 18.

3.2.3. O conceito da Comissão Europeia

Segundo a Comissão, na Recomendação n.º 2005/162/CE, relativa ao papel dos administradores não executivos ou membros do conselho de supervisão de sociedades cotadas, para que gestão seja subordinada a uma supervisão eficaz, o órgão de administração deve incluir um número suficiente de administradores independentes. Ser independente, numa noção única, significa estar impermeável a quaisquer conflitos de interesses importantes[255], sobretudo ao nível da nomeação e remuneração dos administradores, bem como no que toca à auditoria da sociedade, cfr. considerando (9). A Comissão especifica, nesse âmbito, várias concretizações negativas de independência no anexo II[256].

A Recomendação conclui, contudo, que o conselho de administração ou de supervisão pode determinar que, em último caso, apesar de um determinado administrador cumprir todos os critérios adotados a nível nacional para a apreciação da independência dos administradores, não pode ser considerado independente devido a circunstâncias específicas da pessoa ou da sociedade, podendo desqualificá-lo[257].

Repare-se, que a recomendação da Comissão apenas refere, no ponto. 4. a necessidade de um "número suficiente de administradores independentes não executivos", dado que a proporção não deve ser definida de forma precisa a nível comunitário em virtude dos vários sistemas jurídicos (recomendação n.º 8). Assim, a determinação do número adequado de administradores não executivos e independentes deverá basear-se em soluções casuísticas[258].

Apenas o IPCG foi mais longe e inovador ao apontar uma proporção exigível concreta, na recomendação III.4, já que cada sociedade deve incluir um número não inferior a um terço, mas sempre plural, de administradores não executivos que cumpram os requisitos de independência[259].

---

[255] GOMES DA SILVA, João, [et. al.], *Os Administradores Independentes*, pp. 20-21. Recomendação ponto. 13.1.: "Um administrador deve ser considerado independente se não tem quaisquer relações comerciais, familiares ou outras — com a sociedade, o acionista que detém o controlo ou com os órgãos de direção de qualquer um deles — que possam originar um conflito de interesses suscetível de prejudicar a sua capacidade de apreciação." Cfr., *Recomendação 2005/162/CE da Comissão, de 15 de fevereiro de 2005,* JOUE, L 52, pp. 51–63. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:32005H0162, bem como Considerando (7).

[256] Por exemplo: o administrador não executivo não deve ser administrador executivo, nem membro da comissão executiva da sociedade ou de uma sociedade ligada, nem ter exercido esse cargo nos últimos cinco anos.

[257] Esse teria sido um caminho preferível, na visão de GOMES DA SILVA, João, [et. al.], *Os Administradores Independentes*, p. 21; pp. 28-29. Vd. recomendação 13.3.1: "quando um ou vários dos critérios adotados a nível nacional para a apreciação da independência dos administradores não forem observados, a sociedade deve divulgar as razões pelas quais considera que esse administrador é apesar de tudo independente".

[258] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 255. Segundo o IPCG no Código de 2018, na recomendação III.2., o número de administradores não executivos deve ser adequado à dimensão da sociedade e à complexidade dos riscos inerentes à sua atividade, mas não só: ainda, mediante a estrutura acionista, a dispersão do capital e o tipo de negócio.

[259] Veja-se que alguns ordenamentos jurídicos vão mais longe: em Espanha recomenda-se, de forma mais robusta, que o conselho deve ser preenchido em metade por administradores independentes, e, se a sociedade não for de

Na opinião de alguns autores, o direito português, embora tenha evoluído no sentido da harmonização com as recomendações europeias, ainda carece de um enquadramento mais claro quanto à definição do papel, funções e competências dos administradores independentes[260], os quais ficam enfraquecidos na sua legitimidade funcional, comprometendo a eficácia do sistema de governação.

A falta destas regras permite retirar uma conclusão muito importante: saem reforçadas as tradicionais regras do direito societário sobre conflitos de interesses, como as regras sobre negócios com a sociedade, o exercício de outras atividades concorrentes e a remuneração dos administradores[261]. Na opinião de PEDRO MAGALHÃES[262], podem mesmo multiplicar-se os membros independentes sem que haja um contributo real para a atividade da empresa societária, prejudicando a boa governação ao desviar recursos de outras estratégias, talvez mais efetivas para enfrentar os custos de agência.

Por isso o papel da independência é central, mas não singular no leque de mecanismos de governação interna, que conjuntamente e complementarmente, garantirão uma fiscalização em tempo útil.

3.3. Criação de Comissões Especializadas para avaliação do desempenho dos Administradores

Assim, como observámos, recomenda-se, por um lado, que o órgão de administração avalie o seu próprio desempenho interno e o cumprimento do plano estratégico e do orçamento da sociedade, bem como o contributo de cada seu membro para o efeito. Mas outro fator importante reside no relacionamento entre

elevada capitalização, pelo menos um terço devem ser independentes, de acordo com o Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, 2020, recomendação 17. Apesar de ambos os Códigos seguirem o princípio *comply or explain* na plenitude, o Código português marca-se por ser menos prescritivo e mais flexível quanto a limites formais e quanto à própria concretização normativa, não só neste como em outros aspetos. Por exemplo, o Código espanhol define um limite numérico explícito na quantidade de administradores (entre 5 e 15 membros) e fixa uma periocidade fixa para a avaliação externa do conselho pelo menos de 3 em 3 anos, cfr. recomendações n.ºs 13 e 36. Já quanto à Inglaterra, caraterizada por empresas com uma grande concentração de acionistas institucionais que exigem explicações detalhadas e onde o não cumprimento pode gerar impacto negativo acrescido no preço das ações ou dificuldade em atrair investidores internacionais, é curioso que, pelo menos nestas matérias, o UK Corporate Governance Code de 2024 acompanha as indicações espanholas sem procurar 'ir mais longe' (de acordo com as provisions 11 e 21), com a diferença que este último Código não fixa intervalo numérico ideal de membros (Principle B), acessível em https://media.frc.org.uk/documents/UK_Corporate_Governance_Code_2024_a2hmQmY.pdf.

[260] GOMES DA SILVA, João, [et. al.], *Os Administradores Independentes*, p. 29 e cfr. *o Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal: Sistemas de governo das sociedades*, IPCG, 2006, p. 29.

[261] GOMES DA SILVA, João, [et. al.], *Os Administradores Independentes*, p. 29.

[262] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 265.

os órgãos coletivos e as comissões especializadas da sociedade, referidas no Código do IPCG[263] e nas recomendações da Comissão Europeia[264].

Esta prática seguiu as inovações dos comités dos EUA, onde a técnica de delegação facilitava a capacidade operativa do conselho em face de condicionalismos que afetam a eficiência operacional do órgão, incluindo limitações de tempo. Estes comités seriam integrados por administradores com funções e competências de carácter essencialmente administrativo, os designados *nonboard committees*[265].

A CMVM revelou especial preocupação: salvo por força da reduzida dimensão da sociedade, o conselho de administração deve criar as comissões que se mostrem necessárias para[266]:

i) assegurar uma competente e independente avaliação do desempenho dos administradores executivos e para a avaliação do seu próprio desempenho global;
ii) refletir sobre o sistema de governo adotado, verificar a sua eficácia e propor aos órgãos competentes as medidas a executar tendo em vista a sua melhoria;
iii) identificar atempadamente potenciais candidatos com o elevado perfil necessário ao desempenho de funções de administrador.

Não será, no entanto, recomendável a unificação de todas estas responsabilidades numa única comissão, sob pena de redução da sua eficiência por excesso de trabalho e de concentração de poder. A utilidade prática da divisão surge em função do um tratamento especializado atribuído às matérias, numa abordagem eficiente, profissional e esclarecida[267].

Deste modo, o conselho de administração ou de supervisão tem poderes para determinar o número e a estrutura dos comités que considera apropriados para facilitar o seu próprio trabalho. Os comités de nomeação, de remuneração e de auditoria devem, por conseguinte, emitir recomendações destinadas a preparar as decisões a tomar pelo próprio conselho de administração ou de supervisão[268]. Quanto à sua composição, o único apontamento resulta do Livro Branco que recomenda que as comissões sejam

---

[263] Código de Governo do IPCG, revisto em 2023, segundo princípio VI.1.A e recomendação V.I.1.1.
[264] *Recomendação da Comissão, de 15 de fevereiro de 2005,* cfr. recomendação n.º 5: "(…) devem ser criados comités de nomeação, de remuneração e de auditoria no âmbito do conselho de administração ou de supervisão". O principal objetivo dos comités é o de reforçar a eficiência e bom desempenho dos órgãos sociais, assegurando que as suas decisões se baseiam em elementos dotados de transparência, in CAMPOS, Ana, *Comissões Especializadas*, *in Código do Governo das Sociedades Anotado*, CÂMARA, Paulo [et. al.], 2012, p. 256.
[265] FERREIRA, Manuel Requicha, *Comissão de Nomeações*, *in A designação de administradores*, CÂMARA, Paulo [et. al.], Governance Lab, 2015, p. 125.
[266] Recomendação n.º II.5.1. do Código de Governo das Sociedades da CMVM (2010) e n.º II.1.4 (2013).
[267] CAMPOS, Ana, *Comissões Especializadas*, pp. 189-190.
[268] *Recomendação 2005/162/CE da Comissão*, pp. 51-63. Quanto à transparência, a comissão sustenta que os comités devem garantir a apresentação ao conselho de um relatório sobre as suas atividades e resultados obtidos.

exclusivamente eleitas e integradas por administradores não executivos, da qual façam parte administradores independentes[269], sob pena de os executivos se poderem eternizar no cargo.

3.3.1. Comissão de Nomeações

O novo código do IPCG apresenta uma maior preocupação relativamente às comissões especializadas de nomeações para os órgãos sociais, promovendo a identificação de candidatos e a fundamentação das propostas de nomeação, atendendo à adequação do perfil, dos conhecimentos e do currículo dos candidatos à função a desempenhar, no seu princípio VI.3.A. e recomendação VI.3.1. Esta comissão será composta por uma maioria de membros não executivos independentes (recomendações n.º VI.3.2. e VI.3.3)[270]. O Livro Branco sobre Corporate Governance de 2006 apontava, ainda, para a necessidade de a fundamentação da nomeação chegar ao conselho, na sua recomendação n.º 47.

Devem ser propostos para seleção os candidatos que apresentem maior mérito, melhor se adequem às exigências da função e promovam, dentro da organização, uma diversidade adequada incluindo quanto à igualdade entre homens e mulheres (recomendação VI.3.4). A comissão de nomeações assume, ainda, a função de avaliar o equilíbrio das capacidades, dos conhecimentos, experiência e diversidade do conselho como um todo e quais os pontos que devem ser reforçados para melhoria do mesmo[271].

A comissão de nomeações afigura-se como uma comissão especializada sobretudo nas sociedades dos modelos monista e clássico, de forma a alcançar um tratamento mais profissional e completo sobre temas específicos da vida societária. A *ratio* que o legislador vislumbrou liga-se à necessidade de um órgão independente deter a competência na nomeação, de modo a evitar que os diretamente interessados fixassem a sua remuneração ou definissem os critérios para o seu cálculo[272].

O seu tratamento no sistema jurídico não oferece normas legais no ordenamento português, ao contrário do que ocorre com os comités de remunerações (399.º e 429.º CSC) e auditoria (429.º CSC). Na opinião de MANUEL REQUICHA FERREIRA, não há norma legal que atribua a competência sobre a

---

[269] *Livro branco,* recomendação n.º 40. No mesmo sentido, na Recomendação 2005, a comissão sugere que o comité tenha 3 membros e composto por uma maioria de administradores não executivos independentes, cfr. n.ºs 2.3 e 2.4 e anexo 1 n.º 2 e n.º 3.

[270] GOMES, José Ferreira, *O novo Código de Governo das Sociedades*, p. 990 e Código IPCG 2023, pp. 24-25.

[271] FERREIRA, Manuel Requicha, *Comissão de Nomeações*, pp. 143-144, vd. *Recomendação 2005/162/CE da Comissão,* anexo 2.2. A comissão pode, igualmente, assumir a função de preparar a sucessão do CEO e de outras posições de gestão superiores, ponto recomendado no n.º 50 do *Livro Branco.* Pode, ainda, assumir funções doutros comités como o de governo societário (v.g. avaliar o número dos membros executivos e não executivos) ou o de remuneração (avaliar o desempenho dos administradores com reflexo na sua remuneração [p. 154]).

[272] FERREIRA, Manuel Requicha, *Comissão de Nomeações*, pp. 139-140, cfr. COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel, *Governação,* p. 83, p. 105. Sobre a admissibilidade dos comités, sugere que se a competência atribuída aos comités não colide com a de qualquer órgão necessário das sociedades, nada se opõe à sua existência. No mesmo sentido vai MENEZES CORDEIRO, *Artigo 407.º*, Código, cit. p. 992.

constituição da comissão, mas é o conselho de administração que tem a competência decisória geral e, nesse âmbito, incluem-se matérias respeitantes à nomeação dos administradores, conforme o disposto no art. 406.º, alíneas b) e c) do CSC, o que aproxima a solução de que este pode monopolizar funções daquela comissão, logo, de a constituir[273].

No mesmo sentido defende MENEZES CORDEIRO, mas com outra argumentação: nas sociedades de modelo clássico e monístico, a competência de constituição do conselho, salvo cláusula estatuária em sentido contrário, fundamenta-se no seu poder de encarregar especialmente alguns dos administradores de se ocuparem de certas matérias de gestão (cfr. art. 407.º, n.º 1 do CSC)[274], ou seja, no preceito relativo à faculdade de delegação de poderes.

COUTINHO DE ABREU considera que a sua competência é para-consultiva e nunca decisória-executiva. Ou seja, através dos pareceres prévios não vinculativos sugerem-se nomes de administradores que serão designados pelo mecanismo da cooptação (407.º, n.ºs 2 e 4 CSC) e, ainda, recomendam-se candidatos, incluídos numa lista apresentada pelo órgão de administração, para serem eleitos pela AG[275].

A escolha pela não atribuição de competência à AG relaciona-se ao facto de os administradores marcarem pelo seu conhecimento profundo da atividade da empresa e da respetiva área de negócios e da concorrência, de tal forma que se posicionam como figuras cruciais na seleção e sucessão de novos gerentes, e na identificação de setores onde será necessária maior experiência técnica[276] [277].

É claro que os administradores executivos não devem interferir na nomeação dos não executivos porque tal pode ter impacto na isenção do processo de seleção e liberdade de atuação e independência dos nomeados, o que nem sempre acontece[278]. Dessa forma, os executivos podem participar no processo

---

[273] FERREIRA, Manuel Requicha, *Comissão de Nomeações*, pp. 139-140. Vd., especialmente, a alínea b) respeitante à competência de substituição por cooptação de administradores. A competência genérica é da AG, não delegável, vd. artigo 391.º CSC.

[274] FERREIRA, Manuel Requicha, *Comissão de Nomeações*, p. 152.

[275] FERREIRA, Manuel Requicha, *Comissão de Nomeações*, pp. 153 e nota 409. Segundo BORGES, Sofia Leite, in *Código do Governo das Sociedades Anotado,* CÂMARA, Paulo [et. al.], p. 168, o cariz consultivo e recomendatório retira-se da competência genérica dos colégios de sócios em matéria de eleição de administradores, cfr. art. 376.º, n.º 1, alínea d) do CSC.

[276] FERREIRA, Manuel Requicha, *Comissão de Nomeações*, p. 141.

[277] Debate-se se não são os acionistas que deveriam saber escolher os administradores se são eles que investem no capital, como acontece aliás em sociedades com acionistas maioritários. Pelo contrário, de modo a proteger os interesses dos investidores, o mercado exige uma gestão transparente e competente, garantida pela seleção formal de profissionais pela comissão, in FERREIRA, Manuel Requicha, *Comissão de Nomeações*, p. 144. No mesmo sentido, o Livro Branco aponta para a necessidade de o processo de cooptação de novos administradores ser explicitado no Relatório Anual de Governo dirigido aos acionistas (recomendação n.º 48).

[278] BORGES, Sofia Leite, in *Código do Governo das Sociedades Anotado*, CÂMARA, Paulo [et. al.], p. 166. Bem como HIGGS, Derek, *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, 2003, p. 39, ponto 10.5: "A high level of informality surrounds the process of appointing non-executive directors. Almost half of the non-executive directors surveyed for the Review were recruited to their role through personal contacts or friendships", acessível em https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/higgsreport.pdf.

de nomeação desde que não o dominem, ditando, p.e. seleções por relações pessoais e de amizade, mas podem ser ouvidos, tais como os acionistas, pelos não executivos, sobre as suas propostas[279].

Como referia SOFIA LEITE BORGES, a comissão pode desenvolver o "*company, position and person profile"* dos candidatos, mas a comissão, por si só, não resolve a questão da isenção do processo de seleção dos administradores[280].

3.3.2. A Comissão de Remunerações

A remuneração justa é essencial para a motivação pessoal de cada administrador e para a não erosão do património social, de modo a diminuir os custos de agência[281].

Em Portugal, marcado pelos modelos clássico e anglo-saxónico, a atribuição de competências em matéria de remuneração dos administradores pertence à assembleia geral ou a comissão de acionistas por esta delegada, cfr. art. 399.º CSC, tendo em conta as "funções desempenhadas" e a "situação económica da sociedade" (n.º 1). Segundo COUTINHO DE ABREU, esta disciplina é imperativa, sendo ilícita a fixação de remunerações por outras vias que não as indicadas nos preceitos legais aplicáveis[282].

Retira-se, assim, o poder ao conselho de administração. À partida, fixa-se uma tentativa de afastar os administradores de serem juízes em causa própria, dado o risco de parcialidade. No entanto, a atribuição do poder à AG ou à comissão de acionistas por ela nomeada, acomoda facilmente a intervenção de titulares de outros órgãos sociais ou de investidores institucionais num processo decisório e negocial altamente sensível, referente à remuneração[283] [284]. Por isso mesmo, o Livro Branco foi meritoso ao afirmar que a criação de uma comissão de remunerações, desenhada fora do alcance dos poderes da AG, "exigiria modificação legislativa no sentido propugnado".

---

[279] BORGES, Sofia Leite, *Código do Governo das Sociedades Anotado,* CÂMARA, Paulo [et. al.], p. 167.

[280] BORGES, Sofia Leite, *Código do Governo das Sociedades Anotado*, CÂMARA, Paulo [et. al.], p. 168.

[281] SIMÃO, Jorge André Carita, *A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial*, RDS II, 2010, 3/4, pp. 804-805. Quanto à remuneração de quadros dirigentes, PAULO CÂMARA lembra que a remuneração dos trabalhadores constitui matéria de gestão, que compete ao órgão de administração. A extensão desse poder à comissão apenas poderia ter natureza recomendatória, in *A Comissão de Remunerações*, RDS III, Governance Lab, 2011, pp. 26-29.

[282] COUTO, Ana Sá, *Comissão de Fixação de Remunerações*, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, 37, 2014, p. 62, cit. COUTINHO DE ABREU.

[283] CÂMARA, Paulo, *A Comissão de Remunerações*, pp. 18-20, e p. 26, cit. MENEZES CORDEIRO. A fixação de remunerações nas sociedades pode envolver questões muito frágeis, exigindo o recrutamento de especialistas muito solicitados, mediante compensações adequadas que, no interesse da sociedade, não podem ser discutidas em público, cfr. SIMÃO, Jorge André Carita, *A remuneração dos administradores das sociedades,* p. 814.

[284] "(…) Entende-se, porém, que esta Comissão não é a sede mais adequada para a fixação das remunerações dos administradores executivos. Com efeito, tais comissões não têm, por regra, informação e formação suficientes para desempenhar cabalmente a missão de fixação das regras de remuneração", cfr. *Livro Branco,* 2006, pp. 150-151 e recomendação n.º 40.

Tal como na comissão de nomeações, os membros destes *remuneration committees* são administradores, maioritariamente independentes, que atuam com vista à obtenção de decisões eficientes, neste caso concreto, de níveis superiores de remuneração com a melhoria correspondente do desempenho[285], assim se facilitando uma resolução adequada de conflito de interesses[286].

O crescimento desta comissão deriva da robusta reação aos escândalos de início do século XXI que trouxeram para primeiro plano a necessidade de aperfeiçoar o processo de fixação da remuneração. As inovações centraram-se nas sociedades cotadas e instituições financeiras, embora no sistema jurídico português se permita a constituição de comissão de remunerações em qualquer sociedade anónima, independentemente da sua atividade, dimensão, estrutura acionista ou cotação bolsista[287].

Porém, as indicações recomendatórias viriam a ser densificadas já no rescaldo da crise financeira, através da Recomendação 2009/3159/CE, de 30 de Abril de 2009. Aqui se revelou uma preocupação de encorajar uma maior preparação técnica na composição da comissão, ao recomendar que pelo menos um membro da comissão seja suficientemente especializado no domínio das remunerações[288].

No mesmo sentido, reforçando necessidades de independência de membros e de membros com experiência em matéria de remunerações, no plano da CMVM, vale considerar em particular as recomendações II.5.2. e II.5.3.[289]. A colaboração da comissão de vencimentos com outras estruturas da sociedade impõe-se na determinação do montante global, pelo que a independência não deve ser total, sugerindo-se que a comissão de remunerações possa incluir um membro não independente[290], ao contrário do que estabelece o Código de Governo da CMVM de 2013 (ponto II.3.1. e II.3.2.).

---

[285] NEIVA DOS SANTOS, Joaquim Alberto, *Corporate Governance: Desenvolvimentos Recentes e a Realidade Portuguesa*, Universidade Aberta, Aveiro, dezembro 2009, pp. 31-32. Porém, não é clara que a adoção de comités de remuneração tenha sucesso assegurado, já que a definição da política de remuneração dos diretores executivos daí resultante pode não assegurar os incentivos necessários, in SHORT, Helen, KEASEY, Kevin, WRIGHT, Mike e HULL, Alison, *Corporate governance: from accountability to enterprise*, Accounting and Business Research, Vol. 29, n.º 4, 1999, p. 341.

[286] Nas sociedades cotadas, quanto mais diligente for o administrador, maior o seu desempenho com custos inferiores e por isso mais competitiva a sociedade, segundo JOÃO SOUSA GUIÃO, in COUTO, Ana Sá, *Comissão de Fixação de Remunerações*, p. 58. Também o Código do IPCG de 2018 reforça o principio VI.2.A, "A política de remuneração (…) deve permitir à sociedade atrair, a um custo economicamente justificável pela sua situação, profissionais qualificados (…)", sem comprometer a sua atuação sustentável (VI.2.B.).

[287] CÂMARA, Paulo, *A Comissão de Remunerações*, pp. 12-13. Veja-se o enquadramento jurídico iniciado nos EUA com o *Exchange Act Release* n.° 33-6962, 402 (k) (3), 21 outubro de 1992, que impôs o dever de elaborar um relatório sobre a estrutura remuneratória de sociedades cotadas e fundou o reconhecimento normativo das funções da comissão de remunerações, que tinham a competência para elaborar o mencionado relatório, bem como na Inglaterra, com o relatório Cadburry, *Financial Aspects of Corporate Governance*, London, 1992, 4.42.

[288] CÂMARA, Paulo, *A Comissão de Remunerações*, p. 15.

[289] Código do Governo das Sociedades, 2010, nota 22, p. 14. Outro diploma importante reporta ao anexo do Regulamento n.° 1/2010 da CMVM, que fixa o conteúdo da informação a prestar anualmente relativamente a remunerações de sociedades cotadas, numa aceção ampla de remuneração, vd. pontos II.20 e II.33.

[290] CÂMARA, Paulo, *A Comissão de Remunerações*, p. 45. O autor oferece alguns argumentos, p.e. o modo de afetação do prémio variável pelos diversos membros do órgão de administração supõe algum conhecimento sobre a vida societária interna que usualmente escapa às comissões de vencimentos.

Os membros da comissão sujeitam-se a deveres jurídicos decorrentes das funções desempenhadas: i) o dever de fixar as remunerações dos membros dos órgãos sociais; ii) o dever de estabelecer a política remuneratória e de proceder periodicamente à sua revisão; iii) o dever de acompanhar a informação prestada pela sociedade sobre remuneração e sobre as práticas remuneratórias do sector; iv) e o dever de prestar informação ao órgão de fiscalização e à AG sobre as atividades por si desenvolvidas[291].

Como corolário do dever de cuidado, está o dever de aquisição do conhecimento suficiente sobre a atividade da sociedade e sobre todos os elementos relevantes no desenho da estrutura remuneratória e da sua execução. Aliás, o Código do Governo das Sociedades dispõe que a remuneração deve integrar uma componente baseada na avaliação periódica do desempenho[292]. Como tal, os responsáveis pela fixação em concreto da remuneração têm de validar os resultados da avaliação de desempenho. No entanto, remunerar segundo estas condições não pode deixar de permitir a assunção de decisões administrativas como projetos de risco considerável que maximizem a riqueza acionista[293].

O conselho de administração fica, portanto, subordinado também às deliberações da comissão de vencimentos, pela inserção sistemática do art. 405.º, n.º 1 CSC, que são vinculativas, pese embora a facultatividade da sua constituição.

Lembre-se, ainda, que a Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, consagrou um dever de apresentação, em sentido técnico, logo de submissão, de uma declaração sobre política de remunerações pela comissão de remunerações (ou na sua falta, pelo conselho) à AG, e não um dever de aprovação da mesma para as sociedades cotadas e instituições financeiras[294]. No arts. 26.º-A e B, n.º 2 do CVM afirma-se a adoção obrigatória desta política, uma vez aprovada pela assembleia, pelo menos de quatro em quatro anos.

Esta política identifica e explicita os critérios para a determinação da remuneração a atribuir aos membros dos órgãos sociais e a informação quanto ao montante máximo potencial a pagar, em termos individuais, e ao montante máximo potencial, em termos agregados[295].

---

[291] CÂMARA, Paulo, *A Comissão de Remunerações*, pp. 22-23, cit. MENEZES CORDEIRO.

[292] CÂMARA, Paulo, *A Comissão de Remunerações*, p. 44. O Código do IPCG de 2018 alerta na recomendação n.º VI.2.8, que a natureza variável da remuneração não deve estimular "a assunção de riscos excessivos". Também designada por «pay for performance», vem ligada à necessidade de evitar remunerações que provoquem uma excessiva erosão do património societário, vd. CÂMARA, Paulo, *Say on Pay*, *O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral*, Revista de Concorrência e Regulação, ano I, n.º 2, 2010, p. 9.

[293] NEIVA DOS SANTOS, Joaquim Alberto, *Corporate Governance*, pp. 32-33.

[294] CÂMARA, Paulo, *A Comissão de Remunerações*, pp. 34-35; pp. 38-39, cfr. arts. 2.º e 4.º parecem apontar para o carácter vinculativo da política aprovada e votada pelos acionistas.

[295] Código de Governo da CMVM de 2013, recomendação n.º II.3.3. A declaração contém a informação mencionada no art. 2.º, n.º 3 da Lei n.º 28/2009 e confina-se ao enunciado dos objetivos da política remuneratória e dos critérios de desempenho mais adequados. As obrigações de *disclosure*, tornam mais fácil a avaliação rigorosa, pelos acionistas, da relação entre remuneração e o nível de desempenho e resultados.

3.3.3. Outras Comissões

A comissão de auditoria[296] surge como garantia interna da regularidade do processo de informação financeira e respetivas políticas, assegurando a criação de mecanismos de produção de informação financeira e análise da qualidade e integridade dos documentos sobre prestação de contas. Assume, por certo, os contactos diretos com os sistemas internos de auditoria e o ROC, enquanto auditor externo, sobre todos os assuntos considerados relevantes acerca da revisão das contas da sociedade e sobre possíveis fraudes suspeitas, mas também auxilia a seleção, contratação, comunicação e destituição dos auditores externos[297].

O Livro Branco menciona, ainda, recomendações a propósito da criação de comissões de estratégia, de modo a conceber, discutir, planear e estruturar a política estratégica da empresa, e ainda comissões financeiras e de investimentos, no âmbito das decisões de investimento e de financiamento.

3.4.1. Os Sistemas de Controlo Interno, Auditoria e Gestão de Riscos – A ideia de "fiscalização preventiva"

Uma administração deve conhecer, a todo o tempo, a estrutura operacional da instituição, de modo a assegurar que a mesma se adequa à estratégia empresarial aprovada e que todos os setores da empresa mostrem adequados níveis de rentabilidade[298]. Na opinião de alguns autores, "é da essência de uma atuação racional a eleição dos objetivos, do percurso para os atingir e dos fatores que podem contribuir para o sucesso ou insucesso (…) gerir é jogar com as probabilidades e logo com o risco[299]".

Os sistemas de controlo interno e de gestão de riscos implicam a criação de estruturas dirigidas a assegurar o funcionamento da empresa, com efeitos externos, ao permitirem, com eficácia, elevados padrões de aderência às leis, aos regulamentos e às disposições que regulam tanto a atividade económica

[296] A figura da comissão de auditora é composta por administradores independentes. Na Secção 301(2) da *Sarbanes Oxley Ac*t estabeleceu-se que «as comissões de auditoria (...) serão diretamente responsáveis pela nomeação, remuneração e supervisão dos serviços prestados por qualquer sociedade de auditoria contratada pelo emitente (...) para preparar e emitir o relatório de auditoria ou serviços conexos», in GOMES, José Ferreira, *A Fiscalização Externa das Sociedades Comerciais e a Independência dos Auditores*, Uría Menéndez, pp. 14-15.

[297] Assim, admite a articulação e o confronto entre os trabalhos da auditoria interna e da auditoria externa. Quanto às competências, vd. *Livro Branco*, pp. 102-104. Nas recomendações n.ºs 51-64, apontamos a n.º 51, onde se afirma que visa "assegurar que a informação financeira foi de facto analisada por auditores externos independentes, competentes e qualificados, segundo os padrões internacionais, e que a informação divulgada reflete a verdadeira situação da empresa". No entanto, pela complexidade e custos inerentes, esta solução só fará sentido para determinado tipo de sociedades, nomeadamente as entidades de interesse público.

[298] GOMES, José Ferreira, *Da Administração*, pp. 240-241.

[299] A propósito da gestão de risco ser uma função inescapável da atividade da administração, CÂMARA, Paulo [et. al.], *A Governação das Sociedades Anónimas*, p. 352.

em geral, como determinadas atividades específicas em particular, bem como a clarificação de quais as estratégias e políticas de gestão de risco mais adequadas das empresas em questão[300], em virtude de cada sociedade possuir um especificidade setorial de riscos própria[301].

Trata-se de uma fiscalização preventiva ou defensiva, impedindo a consumação de atos lesivos do património social e de afetação dos direitos dos *stakeholders*[302], que decorre do dever de diligência dos administradores na criação e gestão de adequados sistemas de informação, quando, para tal se mostrem necessários ao conhecimento atempado do desempenho de cada unidade empresarial e de quaisquer irregularidades que possam pôr em causa a prossecução dos melhores interesses da sociedade[303].

Como denota, e bem, PEDRO MAGALHÃES, é possível estabelecer uma correlação direta entre o custo da implementação destes sistemas com a sofisticação do sistema, pelo que não admira que os mesmos sejam próprios das grandes sociedades[304], com capacidade económica para suportarem a estrutura de controlo de riscos elaborada[305]. Note-se, também, que o carácter facultativo destes sistemas implica que algumas sociedades, como as do setor financeiro, imponham, por iniciativa própria, a sua construção, para auxiliar o órgão de administração no cumprimento do seu dever de cuidado[306].

No que respeita às funções de controlo interno, tal como sucede nas Orientações da EBA sobre governo interno, o novo Aviso n.º 3/2020 tem por base o modelo de três linhas de defesa do *Institute of Internal Auditors*, de acordo com o qual as unidades geradoras de negócio correspondem à primeira

---

[300] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 309.

[301] Nas palavras de MENEZES CORDEIRO, "a montagem e o funcionamento (de um sistema de gestão de riscos, de controlo interno e de auditoria interna), requerem o domínio das *leges artis*, do *know-how* próprio da sociedade onde o problema se ponha", em *Direito das Sociedades I*, Almedina, 2011, p. 1015. Segundo VASQUES, José, *Estruturas e Conflitos de Poderes nas Sociedades Anónimas*, Coimbra Editora, julho 2007, p. 231, estes sistemas têm predomínio no setor financeiro, mas abrangem também setores dotados de organismos de supervisão própria, vide as empresas de seguros, segundo Norma 14/2005, de 29 de novembro, do Instituto de Seguros de Portugal, publicada no Diário da República, n. 241, II Séria, de 19 de dezembro de 2005.

[302] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 311.

[303] GOMES, José Ferreira, *Da Administração*, pp. 240-241. É curioso que outros ordenamentos jurídicos já deram um passo mais preciso e audaz: na Alemanha, há um dever de tomar medidas apropriadas concretas, entre elas, a criação de um sistema de vigilância, previsto diretamente na letra do artigo 91/2 AktG. Em Portugal, segundo a recomendação VII.5. do IPCG de 2018, a sociedade deve estabelecer uma avaliação anual do grau de cumprimento interno e do desempenho do sistema de controlo interno.

[304] Na recomendação VII.4. do Código do IPCG de 2018 dita-se que o sistema de controlo interno deve ser estruturado em termos adequados à dimensão da sociedade e à complexidade dos riscos.

[305] Segundo MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 312, veja-se que as políticas de risco, por exemplo, envolvem custos de capital como custos de construção de sistemas de hardware ou software, bem como despesas contínuas e operacionais. Certo é que proliferam em atividades altamente reguladas como o setor financeiro, cfr. CÂMARA, Paulo [et. al.], *A Governação das Sociedades Anónimas*, p. 352. No tecido empresarial português, composto sobretudo por PME's, a implementação destes sistemas terá uma expressão muito rudimentar, cfr., p. 350 e resultados preliminares do III Survey sobre a função de auditoria interna em Portugal 2012, IPAI e KPMG.

[306] CÂMARA, Paulo [et. al.], *A Governação das Sociedades Anónimas*, p. 351.

linha de defesa, as funções de gestão de riscos e de conformidade à segunda linha de defesa e a função de auditoria interna à terceira linha de defesa[307].

Esclarece igualmente, nos arts. 15.º e 26.º do Aviso n.º 3/2020 que as funções de gestão de riscos e de conformidade, apesar de, por regra, terem de ser estruturadas de forma segregada das atividades que monitorizam, devem interagir com as unidades da primeira linha de defesa. As unidades geradoras de negócio, tomadoras diretas de riscos para a instituição, são as primeiras responsáveis pela gestão desses riscos e devem fazê-lo em articulação e sob a orientação das funções de segunda linha de defesa.

As funções de controlo interno implicam independência para serem eficazes. Para o efeito, devem estar adequadamente posicionadas na instituição, tanto em termos de estatuto e autoridade, como dispondo dos recursos materiais, técnicos e humanos necessários para o pleno exercício das suas funções. Devem também ter acesso direto aos órgãos de administração e de fiscalização e aos comités de apoio[308]. São estes a quem cabe o estabelecimento e monitorização da adequação e eficiência dos mecanismos e do quadro de controlo das unidades internas. As funções de controlo interno apresentam à administração relatórios periódicos para mitigar as correspondentes deficiências.

3.4.1.1. Os sistemas de gestão de riscos

No âmbito dos sistemas de gestão de riscos, estes resultam de complexos normativos orgânico-procedimentais internos da sociedade, dirigidos à identificação, análise, quantificação, ponderação, tratamento e exame *ex post* do tratamento dos riscos. No fundo, tratam da identificação sistemática e contínua dos riscos, com prévia determinação das áreas de observação onde se podem assinalar desvios da condução da atividade empresarial[309] .

O Código de Governo do IPCG de 2018 ditou nas recomendações VII.1, VII.2 e VII.3., que o órgão de administração deve debater e aprovar o plano estratégico e a política de risco da sociedade, que inclua a fixação de limites em matéria de assunção de riscos, e com isso organizar-se internamente, implementando mecanismos e procedimentos de controlo periódico.

---

[307] FERREIRA, Luís Costa, MAGALHÃES DA CUNHA, Benedita, *Breve comentário sobre o Aviso*, p. 744, a propósito do art. 14.º, n.ºs 1 e 3 do Aviso.

[308] FERREIRA, Luís Costa, MAGALHÃES DA CUNHA, Benedita, *Breve comentário sobre o Aviso,* p. 739, cfr. Orientação EBA n.º 175 e BASTOS, Nuno Moraes, *Corporate Governance, Compliance e a Função Compliance nos Setores Bancários e Segurador*, pp. 212-231; p. 229.

[309] GOMES, José Ferreira, *Da Administração,* p. 242. Vd. Código de Governo das Sociedades da CMVM de 2010, recomendação II.1.1.2 e 3.

As políticas de risco são essenciais para calcular o custo e a probabilidade de ocorrências de riscos concretos. Para os riscos serem quantificados, terão de ser compreendidos os fatores que determinam o risco, a probabilidade da sua ocorrência, a extensão do risco e as relações entre vários tipos de riscos[310].

A exposição ao risco estratégico[311], aliás, só é conhecida se a empresa reconhecer qual a sua missão e posicionamento competitivo, de forma que consegue colocar em prática uma estratégia eficaz, seja na imagem e marca da empresa, seja nos conhecimentos tecnológicos que possui, no financiamento que agrega, na rede de distribuição a que pertence ou na posição no mercado que ocupa.

Na aplicação destas políticas, cada empresa deve estabelecer um perfil de risco único e um nível de tolerância ao risco, estabelecendo decisões de peso[312].

3.4.1.2. Os sistemas de controlo interno na vertente conformidade

No caso do sistema de controlo interno, ou de *Compliance*, este assegura o cumprimento de obrigações legais, regulamentares e recomendatórias bem como de diretrizes internas, "ultrapassando as fronteiras do mero reporte às autoridades reguladoras e da apresentação de relatórios de gestão e de contas"[313]. Assim, corresponde a um conjunto de medidas que se destinam a assegurar o respeito pelas disposições da ordem jurídica. Tal como nos sistemas de risco, não há uma obrigação geral de instituir este sistema.

Este sistema dirige-se ao acompanhamento crítico da atividade desenvolvida pela estrutura administrativa, de modo a estabelecer um fluxo de informação paralelo ao decorrente da prestação de informação pela cadeia hierárquica, com o objetivo de se confirmar a informação interna relevante, com vista ao desenvolvimento de processos decisórios e ao apuramento de responsabilidades[314].

A preocupação do Compliance consiste em acrescentar ao bom nome da empresa e fortalecer o valor da empresa no mercado, potencializando lucros e reduzindo riscos de prejuízos em razão de

---

[310] GOMES, José Ferreira, *Da Administração*, p. 242. Segundo MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 311, podem ocorrer riscos a nível operacional, resultantes do dia-a-dia e da execução de processos internos, como a ocorrência de incêndios, e riscos ao nível da gestão, p.e. a responsabilidade do produto por defeitos.

[311] Na definição de COSO, risco estratégico consiste no risco devido a objetivos da empresa aliados à sua missão empresarial, in *Enterprise Risk Management – Integrated Framework*, COSO, 2004, p. 124. Os riscos estratégicos são os mais desastrosos para as empresas dado prejudicarem a rentabilidade a longo prazo, tais como o fracasso de um produto, um desastre ambiental ou exposição a um escândalo com danos reputacionais.

[312] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 312. A instituição pode ver-se pressionada a evitar o risco e abandonar, por isso, o projeto proposto, ou decidir escolher mitigar o risco, v.g., admitindo não construir em locais de risco, ou pode, ainda, ajustar medidas de transferência do risco, como a contratualização de seguros.

[313] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 313.

[314] GOMES, José Ferreira, *Da Administração*, p. 243. Vd. Orientações EBA n.ºs 204-213.

violação de direitos humanos. Contudo, a preocupação é muito mais voltada para o cumprimento de um comando, visando identificar e curar um problema, sem, contudo, eliminar a génese do mesmo[315].

Baseada na prevenção, o Compliance permite evitar que os administradores sejam responsabilizados por transgressões e delimita as tarefas e responsabilidades de cada membro da empresa. Atuando de forma ética, evitam-se as multas, penalidades, cessação de licenças e afins, custos legais e processos judiciais. O instituto vem para reduzir os riscos inerentes da atividade de proprietários, conselheiros e executivos, pois, com ele, o risco de violações legais é drasticamente reduzido via prevenção[316].

Há quem identifique, nesta senda, a construção de um verdadeiro 'Criminal Compliance', permitindo a elaboração de termos contratuais entre os profissionais contratados e a empresa, que contenham os regulamentos impostos a cada um dos envolvidos para a individualização de responsabilidade, possibilitando monitorizar a qualidade e a forma de execução no negócio e manter os funcionários comprometidos com o seu próprio trabalho e empresa. Aliado a um código de conduta que procura conscientizar os gestores e funcionários, implica o desenho de um departamento estruturado, especializado e independente, com atribuições para tarefas de fiscalização e investigação internas[317].

O Compliance é apontado como uma reação de defesa perante os riscos crescentes de responsabilização que afetam as empresas. A legalidade estrita, neste âmbito, respeita à observância de regras legais, estatutárias pelos diversos órgãos da sociedade, abrangendo a gestão corrente, o cumprimento das regras fiscais, as informações aos acionistas e as deliberações da assembleia[318].

Confirma-se como inequívoca e legítima norma interna da organização, que servirá de paradigma para o alcance dos objetivos de desenvolvimento económico e de sustentabilidade empresarial, contribuindo de forma decisiva para que as condutas dos agentes executivos sejam mais transparentes, eficientes, bem como balizadas por condutas íntegras, de elevado padrão ético no trato corporativo[319].

---

[315] RODRIGUES-PEREIRA, Thiago, *Compliance e(m)direitos humanos como paradigma para as empresas*, in *Governança, Ética e Compliance*, PIRES, Alex Sander Xavier, ROSÁRIO, Pedro Trovão do, BAHAMONDE DELGADO, Rubén (org.), julho 2022, Almedina, pp. 280-282, e bibliografia aí citada. O Compliance nasceu no século XX com vista principalmente ao combate de fraudes de topo o tipo e de corrupção, e têm evoluindo como um novo norte ético a ser seguido por todos os colaboradores dentro da empresa, incluindo na disseminação em toda a organização da cultura de controlos internos para o cumprimento das leis.

[316] RODRIGUES-PEREIRA, Thiago, *Compliance e(m)direitos humanos,* p. 281, bem como BUONICORE, Bruno Tadeu, "Criminal Compliance como gestão de riscos empresariais*", A adoção do criminal compliance como forma de evitar a responsabilidade objetiva nos delitos econômicos*, in *Governança, Ética e Compliance*, p. 336.

[317] BUONICORE, Bruno Tadeu, "Criminal Compliance", pp. 336-337.

[318] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, p. 314.

[319] REDECKER, Ana Cláudia, HACKMANN, Evaldo Osório, *Compliance,* p. 36. Ainda, "O Compliance traduz-se no que se denomina sistema de integridade, fundado na exigência de condutas probas, promotoras de bem-estar

De acordo com o relatório *Guidelines on internal governance under Directive* (EU) 2019/2034, os titulares das funções de controlo interno devem ter acesso e reportar diretamente ao órgão de administração de modo a avisar os supervisores, quando apropriado, de que determinadas circunstâncias podem afetar a instituição, reportando pelos meios regulares da mesma forma (ponto 173)[320].

Observe-se que, por força do Aviso n.º 3/2020, as instituições estão obrigadas a proceder a uma autoavaliação sobre a adequação e eficácia da sua cultura organizacional e dos seus sistemas de governo e controlo interno, a qual é vertida num relatório anual que inclui apreciações sobre a independência e deficiências dos órgãos de administração e de fiscalização e das funções de controlo interno[321].

Se, tecnicamente, a instituição do programa de Compliance pode ser encarada como um dos custos de agência a serem suportados pelos acionistas, por outro lado, a inclusão desse sistema na cultura da organização deve ser festejada como um dos mais inadiáveis investimentos a serem promovidos[322]. Como diz FILIPE BARREIROS, os custos decorrentes de incumprimentos podem ser muito maiores, perante pesadas multas, sanções legais dos reguladores ou judiciais, para além da perda de reputação[323].

Segundo o autor, ao preverem alterações de comportamento e mentalidade, patenteadas por reformas estruturais e reinvenções dos modelos de negócio, as sociedades garantem ética na gestão empresarial, promovendo o sucesso das entidades na afirmação dos mercados de forma sustentável.

3.4.1.3. Os sistemas de auditoria interna

Por fim, o sistema de auditoria interna constitui uma revisão independente e objetiva da cultura da organização, da estratégia comercial e do processo de tomada de decisões. O papel da auditoria interna é fornecer uma garantia independente de que os processos de gestão de risco, governação, da estrutura hierárquica da sociedade e do sistema de controlo interno de uma organização estão a operar de forma eficaz[324]. O sistema de auditoria interna integra-se, desse modo, no sistema de controlo interno e é

social e de um ambiente de negócios equilibrado (…) em conformidade com o ordenamento jurídico e boas práticas reconhecidas internacionalmente" [p. 16].

[320] European Banking Authority, *Final report on Guidelines on internal governance under Directive* (EU) 2019/2034 (EBA/GL/2021/14), de 22 de novembro de 2021.

[321] FERREIRA, Luís Costa, MAGALHÃES DA CUNHA, Benedita, *Breve comentário sobre o Aviso*, pp. 747-748, segundo arts. 54.º, n.º 2, 55.º-57.º. Estas avaliações terão de ser abrangentes, conclusivas e fundamentadas.

[322] REDECKER, Ana Cláudia, HACKMANN, Evaldo Osório, *Compliance,* p. 38. A questão dos custos é importante: a diligência de terceiros (*due diligence*) e as investigações corporativas fazem parte do programa de Compliance. No primeiro caso, os principais fornecedores devem ser objeto de verificação documental. No segundo caso, devem ser levadas a efeito investigações corporativas, internas e externas, no sentido de prevenir ou identificar desvios que ocasionam prejuízos à organização [pp. 22-23]. Tudo isto é altamente custoso.

[323] BARREIROS, Filipe, *Ética Empresarial e Responsabilidade Social,* pp. 159-160.

[324] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 316.

dirigido à vigilância da adequação e eficácia deste, permitindo a prestação de informação rigorosa para a prevenção de irregularidades ou para o controlo dos seus efeitos danosos[325].

Os auditores internos lidam, por isso, com questões que são fundamentalmente importantes para a sobrevivência, prosperidade e sustentabilidade de qualquer organização. Ao contrário dos auditores externos, os auditores internos não se limitam aos riscos financeiros e à regularidade das declarações, considerando também questões mais amplas, como a reputação da organização, o seu impacto no meio ambiente e a forma como trata os seus funcionários[326]. Pode, na prática, envolver exames, inquéritos, inspeções, ou uma revisão mais limitada dirigida à identificação de riscos e controlos[327].

Segundo PAULO CÂMARA, a auditoria interna destina-se: i) à vigilância da eficácia operacional – auditoria operacional; ii) à conformidade com regras jurídicas ou éticas – auditoria de compliance; iii) à regularidade do processo de preparação dos documentos de prestação de contas – auditoria dos documentos financeiros[328]. Aqui, oferece contributo para a qualidade, uniformização e credibilidade da informação económica e financeira reportada pela empresa, devendo sempre basear-se no desenvolvimento de um trabalho de elevado valor técnico[329].

O Código de Governo da CMVM de 2013 recomenda que a comissão de auditoria, o conselho geral e de supervisão e o conselho fiscal devem pronunciar-se sobre os planos de trabalho e os recursos afetos, tanto aos serviços de auditoria interna, como aos serviços que velem pelo cumprimento das normas aplicadas à sociedade (serviços de compliance), e devem ser destinatários dos relatórios realizados por estes serviços[330].

---

[325] GOMES, José Ferreira, *Da Administração*, p. 243.

[326] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário,* p. 316. Vd. Orientações EBA n.ºs 214-224, com destaque para a 216: "a FAI [função de auditoria interna] avalia com independência e fornece uma garantia objetiva da conformidade de todas as atividades e unidades da instituição, incluindo as atividades subcontratadas, com as políticas e os procedimentos da instituição e com requisitos regulamentares".

[327] GOMES, José Ferreira, *Da Administração*, p. 243. Este tipo de fiscalização contabilística integra a dupla função de controlo, na vertente interna. Na vertente externa, tratamos da situação da sociedade no mercado através da certificação das contas anuais (art. 451.º, n.º 3 CSC), no âmbito do princípio da '*accountability*'.

[328] GOMES, José Ferreira, *Da Administração*, p. 243. E ainda, cfr. Diretiva sobre o Controlo Interno e Gestão de Riscos (2006/46/CE), Considerandos (ii) e (iv): os membros dos órgãos de administração, de direção e de fiscalização de uma sociedade deverão ser coletivamente responsáveis perante a sociedade pela elaboração e publicação das contas anuais e dos relatórios anuais, sendo essa informação credível.

[329] GEADA, Fátima Castanheira, *Governação Corporativa e Auditoria Interna*, in PINTO, José Costa, [et. al.], *A Emergência e o Futuro do Corporate*, pp. 113-127.

[330] Recomendação n.º II.2.5.

CAPÍTULO 4

Governança Corporativa – As Lições de Hoje e os Desafios de Amanhã

Como vimos, o nosso estudo baseou-se na exploração dos mecanismos de resolução de conflitos de agência pertencentes ao sistema de controlo interno, dado a inserção do modelo português no sistema da Europa Continental, onde os incentivos se baseiam fundamentalmente nas atuações do Conselho de Administração e na estrutura da propriedade.

Algumas visões, algo pessimistas, refletem que, num mercado como o português, que ainda se encontra onerado pelos rescaldos de crises financeiras, pode não responder adequadamente à aplicação das normas de Corporate Governance nas empresas, uma vez que em muito as onera, pelo que os reguladores devem optar por implementar o mínimo de regras nacionais de governance, ao invés de implementar regimes ambiciosos, os quais podem muito bem ser vistos como desnecessários e prejudiciais. Como procuramos demonstrar, a realidade prática , no entanto, tem oferecido avanços consideravelmente robustos com margem para um crescimento cada vez maior.

4.1. As Principais Conclusões dos Estudos Efetuados em matéria de Corporate Governance

O presente capítulo assume-se como o momento de charneira entre o percurso histórico-teórico desenvolvido nos três primeiros capítulos e os desafios atuais e futuros colocados à idoneidade e ao controlo dos administradores. Com base nos estudos empíricos que analisaremos, o objetivo é o de identificar o grau de adoção das principais recomendações constantes dos códigos de Corporate Governance.

A leitura desses níveis de acolhimento permite compreender até que ponto as soluções propostas pelos reguladores foram, em termos formais, integradas na prática societária. A partir deste diagnóstico, o capítulo extrai as lições que interessam à idoneidade e à vigilância dos administradores e formula as questões que orientarão a investigação da dissertação, designadamente sobre a suficiência dos atuais mecanismos de controlo num contexto de adesão predominantemente formal às recomendações.

Uma limitação relevante deste estudo reside na ausência de investigação consistente sobre a eficácia dos mecanismos de governação ao nível dos resultados comerciais, do sucesso empresarial e das receitas geradas. Embora a literatura e os relatórios analisados permitam aferir o grau de adoção formal das recomendações de Corporate Governance, permanecem escassos os estudos que estabeleçam uma correlação robusta entre essas práticas e indicadores concretos de desempenho económico-financeiro.

Esta lacuna impede que se conclua se a adesão às recomendações traduz de facto, em criação de valor, maior competitividade e sustentabilidade económica das sociedades, o que justifica a identificação desta dimensão como limite metodológico do nosso estudo.

4.1.1. As conclusões quanto às sociedades cotadas

No início do século XXI, em Portugal, a grande maioria das empresas cotadas em bolsa, não respeitavam as recomendações da CMVM referentes à divulgação das medidas adotadas sobre o governo das sociedades[331]. No entanto, com o passar dos anos, por força da pressão internacional, têm-se vindo a sentir a necessidade da aplicação destes princípios, por via das alterações legislativas e regulamentares, pelo reconhecimento que têm da promoção de melhores práticas de gestão e pela competitividade que ajudam a criar no tecido empresarial[332].

Uma das realidades residia na fraca transparência nas empresas cotadas. Numa medida pouco usual no mercado de capitais nacional, a CMVM decidiu tornar pública uma lista de empresas, por assim dizer, "bem-comportadas" de modo a pressionar a transmissão de informação de governação. O que se revelou, aliás, surpreendente[333].

Conjugada com a pressão da CMVM, as empresas evoluíram no sentido de maior adesão. De salientar, neste prisma, o "Relatório Católica Lisbon/AEM", realizado em 2013. Este relatório, envolveu um trabalho de recolha de dados relativo às práticas de governação seguidas pelas empresas com ações cotadas no mercado regulamentado português e analisou o grau de acolhimento das recomendações de governação retidas nos relatórios de governo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação, por referência ao ano de 2012, incluindo todas as sociedades que compõem o índice PSI[334]. Os resultados

---

[331] Segundo os resultados do 4.º Inquérito da CMVM sobre Práticas Relativas ao Governo das Sociedades Cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da Euronext Lisbon, realizado em 2002, evidenciam que, o grau de cumprimento das recomendações de governo das sociedades por parte das empresas cotadas em Portugal era globalmente reduzido. Apenas 47 empresas cotadas responderam ao inquérito, o que desde logo revela uma baixa adesão às recomendações, com cumprimento integralmente parcial e seletivo, vd. DUARTE, Tiago Almocim Esteves Rainha, *O governo das sociedades (corporate governance)* - análise do desempenho das sociedades cotadas em bolsa respondentes ao 4° inquérito da CMVM sobre práticas relativas ao governo das sociedades, Dissertação de Mestrado, Universidade Técnica de Lisboa, 2007, pp. 74-78.

[332] PASSOS, Clotilde, *Governo das Sociedades – Diagnóstico da Situação Em Portugal*, Gestão e Desenvolvimento, 25, 2017, pp. 132-133.

[333] Porém, segundo o Direito Europeu, os códigos de governo não têm necessariamente uma fiscalização pública quanto ao seu grau de acolhimento. A tendência dos Estados Membros, aliás, é a oposta ao modelo de monitorização pela autoridade administrativa que tem vigorado em Portugal. Sucede assim que a verdadeira causa do bom desempenho das sociedades não reside no seu bom governo, mas no facto de as entidades consultoras as classificarem como bem governadas, in MAIA, Pedro, *Voto e Corporate Governance*, p. 745.

[334] PASSOS, Clotilde, *Governo das Sociedades*, p. 136 e *Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações e Índice e Rating de Governo Societário*, Centro de Estudos Aplicados, Católica-Lisbon, Governo das Sociedades em Portugal 2013, disponível em https://www.clsbe.lisboa.ucp.pt/sites/default/files/catolica-aem_corporategovernance_relatorio_2013.compressed.pdf. Esta terceira edição do Relatório permitiu

obtidos demonstram que o grau de acolhimento das recomendações pelas empresas portuguesas cotadas em 2012 foi elevado. O acolhimento foi superior entre as empresas que compõem o PSI 20.

i) Observemos os dados quanto às recomendações dos sistemas de controlo e gestão de riscos:

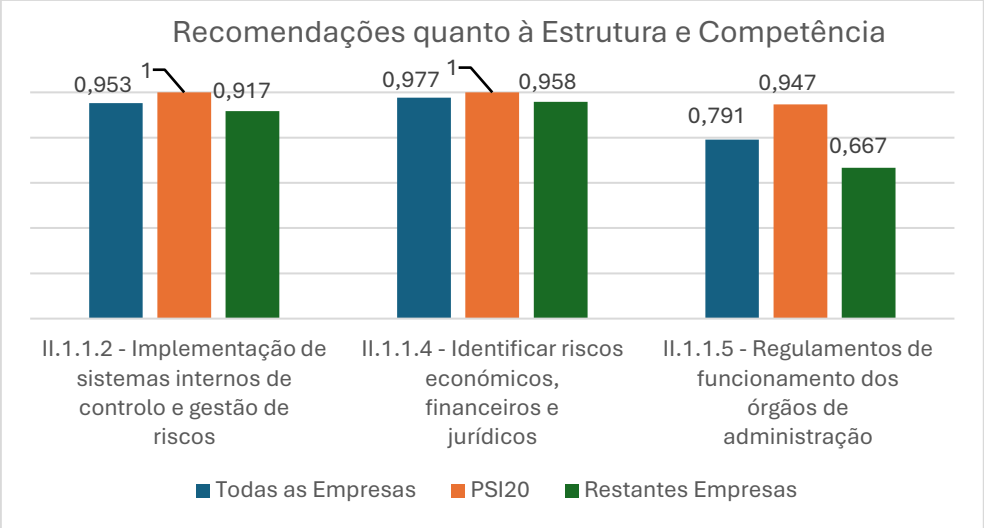


Figura 1 - Tabela 4.1 relativa à Percentagem de acolhimento das recomendações de governo societário em 2012 (Recomendações quanto à Supervisão e Administração), p.19.

Em 2012, 95,3% de todas as sociedades responderam positivamente à recomendação II.1.1.2. da implementação de sistemas de controlo e gestão de riscos, enquanto as do PSI marcaram pelos 100% de implementação. Em 2013, a única recomendação existente a propósito de sistemas de controlo interno reside na avaliação feita pelo órgão de fiscalização (recomendação II.2.4), adotada por 95,1% das empresas totais e 100% no PSI20. Destacamos ainda os dados de 2012 referentes à identificação de riscos do exercício da atividade e da elaboração de regulamentos de funcionamento dos órgãos.

Repare-se que, como veremos *infra*, o mesmo aconteceu quanto ao relatório de 2014[335]:

desenvolver uma análise comparativa com os dados extraídos dos relatórios de Corporate Governance de 2010 e 2011 [p. 2].

[335] *Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações Índice e Rating de Governo Societário,* Governo das Sociedades em Portugal de 2014, com dados relativos ao ano de 2013, acessível em https://emitentes.pt/wp-content/uploads/2018/01/234_logos_1071141212_AEM_Catolica_CorporateGovernance_Relatorio2014_Publicado.pdf. Em causa estão 20 recomendações em análise, em comparação com os dados de 2012 [pp. 14-20].

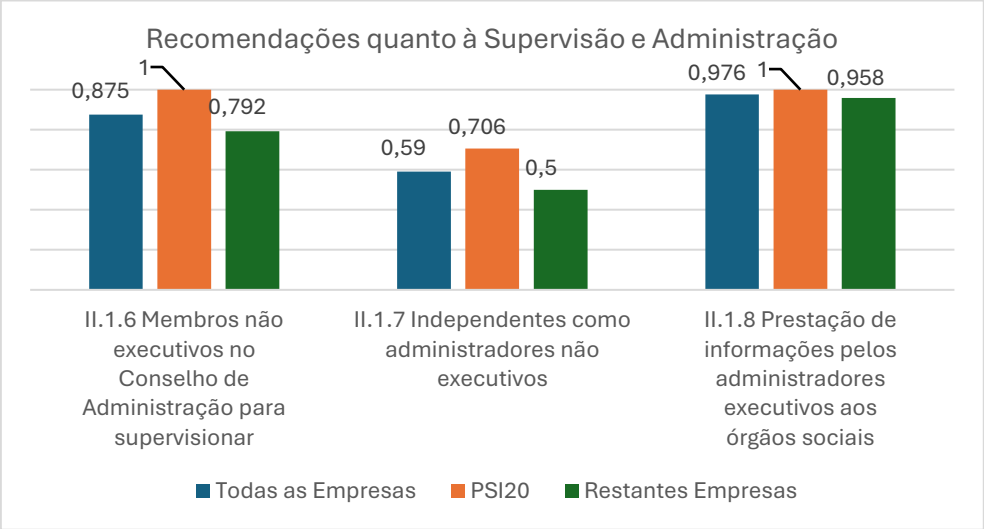


Figura 2 - Tabela 4.1 relativa à Percentagem de acolhimento das recomendações de governo societário em 2013 (Recomendações quanto à Supervisão e Administração), p. 16.

ii) Membros não executivos e independentes:

O número de membros não executivos por todas as empresas era de 85.7% em 2012 (a propósito da recomendação II.1.2.1) e 94.4% nas do PSI. Vemos que em 2013, pelo gráfico apresentado, com a recomendação II.1.6., o valor aumentou para 87,5% e 100%, respetivamente.

Quanto aos independentes, em 2012, a recomendação II.1.2.2 foi adotada por 38.1% das empresas e 61.1% do PSI 20. Em 2013 deu-se um acréscimo considerável: 59% e 70,6%, respetivamente, apesar de continuar a ser uma das que regista menor acolhimento entre as empresas portuguesas cotadas.

Quanto à prestação de informação pelos executivos, revelou-se expressiva em 2013 com 97,6% de cumprimento pelas empresas na totalidade, mas inferior ao valor de 100% que tinha sido registado em 2012. Manteve-se os 100% nas empresas do PSI20 em 2013.

iii) Comissões especializadas:

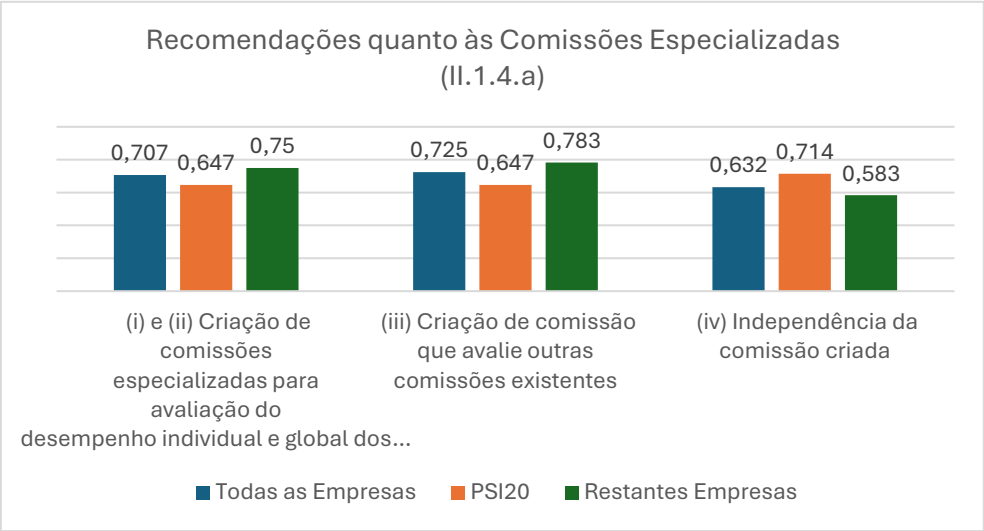


Figura 3 - Tabela 4.1 relativa à Percentagem de acolhimento das recomendações de governo societário em 2013 (Recomendações quanto às Comissões Especializadas), p. 14.

Em 2013, tanto as comissões criadas para avaliação do desempenho individual como global situaram-se nos 70,70% para todas as empresas, com valor inferior, de 64,7% nas empresas PSI20. O relatório de 2012 evidenciava a adoção da recomendação da criação de comissões especializadas para avaliação do sistema de governo, em 83.7% das empresas portuguesas, critério que não foi adotado no relatório de 2013.

Em 2012, a criação de comissões especializadas para identificação de candidatos a administrador foi avaliada como adotada em 74.4% e 68.4%, respetivamente. Em 2013, apenas poderemos analisar o critério da independência das comissões, que se basta com 63,20%.

4.1.2. As Conclusões do estudo e respetiva análise particularizada

(i) Conclusões de âmbito genérico[336]:

a) Em 2014, 51,4% das 37 recomendações consideradas são seguidas por mais de 90% das sociedades cotadas, o que demonstra que as sociedades cotadas detêm uma elevada preocupação com o cumprimento das mesmas;

b) Foi detetada uma relação positiva, estatisticamente significativa, entre o índice de acolhimento e uma das variáveis de dimensão considerada, isto é, as receitas. As empresas simultaneamente de maior dimensão e com mais liquidez gerada em bolsa (em concreto, as

[336] Partimos de uma análise segundo os resultados do Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações Índice e Rating de Governo Societário de 2014, pp. 37-38; pp. 48-49, e outros estudos associados.

que integram o índice PSI 20), e por isso, maior exposição ao mercado, apresentam um maior grau de acolhimento das recomendações de governo societário.

(ii) As recomendações com menor grau de acolhimento nos órgãos de supervisão e administração:

a) As recomendações a propósito das comissões especializadas, sobretudo por parte das empresas do PSI 20, como na recomendação que preconiza a criação de uma comissão de avaliação do desempenho individual e global dos administradores ou a criação de uma comissão que avalie as diversas comissões existentes. A recomendação que preconiza a independência das comissões criadas também regista um acolhimento baixo;

Analisadas as percentagens nos relatórios, verificámos que, dentro de cada tipo de comissão as conclusões são diferentes. Logo imediatamente, o Livro Branco sobre Corporate Governance documentava, em 2006, que todas as sociedades cotadas analisadas haviam constituído comissões de vencimentos, mas no relatório anual sobre o governo da CMVM em 2013, apenas 13 sociedades cotadas portuguesas afirmavam ter uma comissão de nomeações ou equiparável[337]. De entre as dez sociedades analisadas, sete (oito considerando o BCP) dispunham de uma comissão de auditoria interna, apenas a Brisa e a Cimpor não haviam optado por criar uma comissão porque o controlo interno estava a cargo de gabinetes, direções ou departamentos próprios[338];

Em suma, a comissão das nomeações parece ser a menos adotada. Como bem observado por MANUEL REQUICHA FERREIRA, posição com a qual concordamos, "é urgente a elaboração de regras de Corporate Governance mais pormenorizadas sobre a criação, composição e funções das comissões de nomeações para fomentar estes comités, dar-lhes mais relevância e "espaço" de atuação[339]".

Como sustentámos anteriormente, as comissões devem ser adotadas pelas empresas com determinados níveis de receitas e dimensão, e estes dados ditam o início tímido de um caminho que tenderá para o seu acolhimento progressivo.

---

[337] CMVM, *Relatório Anual Sobre a Atividade e Sobre os Mercados de Valores Mobiliários*, 2013, p. 8 e p. 29. Ainda, FERREIRA, Manuel Requicha, *Comissão de Nomeações*, pp. 132-133. Como demonstra, a comissão de nomeações é um fenómeno recente entre as sociedades cotadas portuguesas. Considera que as recomendações da CMVM não incentivaram expressamente a sua adoção pelo menos até 2010, cfr., o *Livro Branco,* p. 96 e p. 114, no qual se refere que só a Sonae tinha formalizado uma comissão de nomeações e de remunerações.

[338] *Livro Branco*, p. 101.

[339] FERREIRA, Manuel Requicha, *Comissão de Nomeações*, p. 155.

b) A existência de uma proporção adequada de independentes, como administradores não executivos, é outra recomendação com acolhimento inferior. Este ponto é relevante, pois demonstra que até mesmo as empresas cotadas, supostamente com mais interesse em melhorar a sua estrutura interna, para evitar conflitos de interesse em vista a um desempenho empresarial otimizado, não cumprem suficientemente com esta recomendação;

A ideia de um conselho de administração apenas composto por diretores executivos é sinónimo de pouca eficácia. Num estudo de 2007[340], a composição dos conselhos de administração demonstrou ser muito semelhante nas sociedades cotadas e não cotadas, com clara predominância dos diretores executivos (em ambas superior a 60%, 66,9% nas cotadas e 78,5% nas não cotadas). Por outro lado, a percentagem média de diretores independentes é aproximadamente de 10% em ambas as amostras, 12,2% nas cotadas e 8,4% nas não cotadas. Dado o predomínio de membros executivos, presume-se um fraco grau de independência em relação aos gestores, podendo, possivelmente, concluir-se pela falta de separação entre as decisões da gestão e o controlo dessas decisões;

O não cumprimento do número de administradores independentes de acordo com o Código do IPCG (2018) na recomendação III.4 (que, lembre-se, é de 1/3), leva à convicção de que a objetividade das atuações no seio do conselho não é maximizada, e não garante, desta forma, a proteção total dos interesses dos acionistas;

Um outro estudo realizado no contexto português, mais atual, demonstrou, no entanto, a proporção equilibrada entre membros, referente a empresas do PSI-20 em 2019, 36,28% são administradores executivos, contra 35,81% não executivos e 27,91% são independentes, permitindo aferir uma adoção crescente desta recomendação que contraria dados anteriores, ainda que subsistam dúvidas quanto à independência material destes membros e à forma como exercem, na prática, a sua função de escrutínio[341]. Apesar da evolução quantitativa, permanece em aberto saber em que medida estes administradores independentes dispõem

---

[340] CUNHA, Vera Lúcia, MARTINS, António*, O Conselho de Administração*, p. 72; p. 79; pp. 81-85, cit. FAMA, E.F., JENSEN, M.C., *Separation of Ownership and Control*, pp. 301-325. A população deste estudo é composta por sociedades anónimas portuguesas, não financeiras, cotadas e não cotadas na Euronext Lisbon.

[341] LOUREIRO DA SILVA, Amaro, GUIMARÃES, Tiago, SANTOS DE OLIVEIRA, Helena, LEITE, Eduardo, *Diversidade do conselho de administração das empresas cotadas no psi-20*, e³, Revista de Economia, 10.29073/e3.v7i1.360, 2021, p. 80 e p. 86. Ainda, PASSOS, Clotilde, *Governo das Sociedades*, p. 125, cita alguns estudos: segundo BEASLEY, M.S., *An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud*, The Accounting Review, 71, 1996, pp. 443-465, a presença de administradores não executivos reduz a probabilidade de fraude nos relatórios financeiros. Também PEASNELL, K.V., POPE, P., YOUNG, S., *Board Composition and Earnings Management: Do Outside Directors Constrain Abnormal Accruals?* University of Lancaster, UK, 2000, comprovou que a independência do órgão de administração surge associada à redução de práticas fraudulentas de gestão e de resultados.

efetivamente de informação e autonomia suficientes para desempenhar uma função de vigilância exigente.

(iii) As recomendações com maior grau de acolhimento:

a) As recomendações sobre a fixação de remunerações, que registaram 100% de acolhimento pelas empresas do PSI 20 em duas das três recomendações. Estes dados indicam uma clara evolução positiva em face a resultado de 2007[342]: 62,8% das empresas cotadas remuneravam os membros do conselho de administração em função dos resultados da sociedade, enquanto essa percentagem atingia apenas os 16% no caso das empresas não cotadas;

A existência deste tipo de políticas de remuneração vai de encontro à recomendação da CMVM que sugere que a remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estabelecida de modo que permita o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses da sociedade. Em ambos os casos, os resultados indicam que as empresas que remuneram os membros executivos em função dos resultados da sociedade obtiveram, em média, maior desempenho no período analisado[343]. Estes resultados, corroboram a hipótese de que é benéfica a adoção da recomendação da CMVM que aconselha que a remuneração dos membros do órgão de administração, em particular dos que exercem funções de gestão corrente, dependa dos resultados da sociedade. Transpondo estes dados para os obtidos em 2013, uma maior adoção da recomendação indicará resultados empresariais maximizados.

b) A adoção quase plena das recomendações em matéria de sistemas de controlo interno e gestão de riscos. Este facto revela uma crescente consciencialização das sociedades quanto à necessidade de estruturar processos formais de identificação, monitorização e mitigação de riscos. Estes dados sugerem que, pelo menos em termos normativos e organizacionais, as empresas incorporaram os standards mínimos de controlo exigidos pelos códigos de governo, o que, em tese, deveria contribuir para uma redução da probabilidade de irregularidades graves e de falhas de vigilância. Contudo, permanece em aberto a questão de saber até que ponto esta adoção reflete uma cultura efetiva de gestão prudente do risco, ou se se traduz sobretudo no cumprimento formal de exigências documentais, não existindo ainda estudos suficientes que avaliem o impacto concreto destes sistemas na prevenção de escândalos ou no desempenho económico.

[342] CUNHA, Vera Lúcia, MARTINS, António, *O Conselho de Administração,* p. 82.
[343] CUNHA, Vera Lúcia, MARTINS, António, *O Conselho de Administração,* pp. 83-84.

4.1.3. As recomendações em outros estudos

Ainda quanto às sociedades cotadas, alguns estudos marcaram na área da inclusão e diversidade. Com base nos dados referentes a empresas do PSI-20 em 2019, nos conselhos de administração das empresas analisadas verificou-se que são compostos por maioria masculina, sendo 76,28% administradores masculinos, enquanto administradoras femininas representam apenas 23,72%. Quanto à diversidade étnica ou cultural, nos conselhos de administração das empresas portuguesas cotadas no psi-20, o estudo apresenta um total de administradores de 17,21% são estrangeiros, sendo de nacionalidade portuguesa 82,79%[344].

Relativamente à composição, os resultados de 2007 indicaram que os conselhos de administração das sociedades cotadas possuem, em média, 7 membros. Por outro lado, os conselhos de administração das empresas não cotadas têm, em média, 5 membros. Os conselhos de administração destas empresas têm no mínimo 3 membros e no máximo 15 membros. O maior desempenho durante o período em análise, foi atingido quando o conselho vingava com 5-9 membros em média, no caso das cotadas e a mesma relação positiva verificou-se com as não cotadas com menos membros, contrariando a expectativa da existência de um número de membros ótimo para o conselho de administração[345].

4.1.4. Perspetivas para Estudos Futuros em Governação Corporativa

Os estudos em análise evidenciaram igualmente, que, apesar de se observar um nível significativo de adoção das recomendações constantes dos códigos de governo e da regulamentação aplicável, persistem assimetrias relevantes na sua concretização prática e subsiste uma escassez de investigação robusta sobre a eficácia destes mecanismos em termos de resultados comerciais, sucesso empresarial e criação sustentável de valor, o que configura uma limitação que futuras pesquisas deverão procurar suprir.

Uma agenda futura de investigação poderá, dessa forma seguir duas linhas complementares. Em primeiro lugar, importa aprofundar a análise quantitativa da relação entre o nível de cumprimento das

---

[344] LOUREIRO DA SILVA, Amaro, GUIMARÃES, Tiago, SANTOS DE OLIVEIRA, Helena, LEITE, Eduardo, *Diversidade do conselho,* pp. 74-75; pp. 78-79. Apesar de considerar que a representação feminina tem sido crescente nas empresas do psi-20, pretende-se atingir uma maior diversidade de género na liderança das empresas cotadas em Portugal [pp. 83-85]. Sobre a inclusão, é indicativo de que a diversidade cultural é vista pelas empresas do PSI-20 como um fator pouco significativo. Esta dedução vai ao encontro do Inquérito Anual de Administradores de Empresas desenvolvido pela PwC (2020), o qual conclui que 34% das empresas do S&P 500 reconhecem pouca importância na diversidade cultural, cfr. PwC, *Turning crisis into opportunity*: PwC's 2020 Annual Corporate Directors Survey, acessível em https://www.pwc.com/us/en/services/governance-insightscenter/assets/pwc-2020-annual-corporate-directors-survey.pdf.

[345] CUNHA, Vera Lúcia, MARTINS, António*, O Conselho de Administração*, pp. 82-84.

recomendações de Corporate Governance e o desempenho económico-financeiro das sociedades, recorrendo, por exemplo, a indicadores como a rentabilidade.

Em segundo lugar, revela-se promissora uma abordagem qualitativa e setorial que permita avaliar em que medida a adoção de mecanismos internos de governação se traduz numa vigilância materialmente efetiva avessa ao risco excessivo. Essa agenda poderá incluir estudos de caso aprofundados em setores regulados (banca, seguros, mercado de capitais), em grandes sociedades não cotadas e em PME (as quais, como veremos, passam a constar na lista de destinatários das recomendações de governação), bem como entrevistas a administradores executivos e independentes, supervisores e auditores.

4.2. A aplicação diferenciada do Corporate Governance: setor, dimensão empresarial e novos desafios

4.2.1. A aplicação do Corporate Governance em função do setor e dimensão empresariais

Enquanto entidades reguladas pelo direito bancário, o nível de risco das instituições financeiras (que podem, ou não, ser cotadas em bolsa), e o facto de os ativos estarem associados a volatilidade, sugere, teoricamente, expansão destas entidades para sistemas internos mais complexos. No entanto, a prática demonstra que os mecanismos são insuficientes: seja pela ineficiência de sistemas de controlo interno e contabilístico externo, seja pelas práticas permissivas de conflitos de interesses entre sociedade e administradores, como a concessão de mútuos aos administradores[346].

Com efeito, algumas das recomendações internacionais e nacionais aplicáveis a estes entes, parecem estar agora a influenciar as tendências para as regras de Corporate Governance aplicáveis aos emitentes não financeiros[347]. As grandes sociedades anónimas são aquelas que, segundo o art. 413.º, n.º 2 CSC, durante dois exercícios consecutivos, ultrapassam dois dos seguintes três limites: balanço de cem milhões de euros, total de vendas líquidas de cento e cinquenta milhões de euros e cento e cinquenta trabalhadores, em média, durante o exercício. Estas entidades, mesmo que não financeiras, oferecem capacidades económicas para implementar sistemas compostos.

Esta tendência surpreendeu um número significativo de agentes no mercado, na medida em que algumas questões relativas à regulamentação das instituições financeiras não parecem fazer muito

[346] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, p. 358. Segundo Comunicação da Comissão ao Conselho e PE, de 27/9/2004, p. 2 e p. 4.
[347] Tivemos oportunidade de mencionar este movimento a propósito dos testes FAP, nas notas n.ºs 213 e 217.

sentido quando aplicadas a empresas de outros sectores da economia[348], e, segundo a nossa opinião, a sociedades anónimas simples ou de menor dimensão.

Veja-se que, ao longo do trabalho, alertámos para estes custos de construção de ferramentas como custos de capital e operacionais, como no caso da construção de sistemas de hardware nas políticas de risco, na implementação de regras de seleção e triagem de candidatos ao lugar de administrador, bem como de fiscalização independente, de mitigação de desconformidades internas, investigações e auditorias através da criação de sistemas de controlo interno[349]. O nível de exigência requisitado a estas empresas não poderá ser o mesmo em virtude dos gastos com a implementação dos mecanismos.

Mesmo que defendêssemos o contrário, PAULO OLAVO CUNHA já teria notado que a crise global confirmou os piores receios e ultrapassou as previsões mais pessimistas, evidenciando que, por mais completo e complexo que fosse o controlo (interno e externo) do desempenho da administração das grandes sociedades, os meios para o iludir também eram mais sofisticados e que a própria supervisão especializada, nos casos em que existia, também não conseguia detetar fraudes que, nalguns casos, visavam o proveito próprio dos seus autores[350].

Este argumento pode ser transferido da seguinte forma: mesmo que as apostas sejam ao mesmo nível, independentemente da dimensão da sociedade, se esses mesmos mecanismos não são suficientes nas grandes sociedades, do que valerá a sua adoção custosa por empresas com poucos fundos, e evidentemente, menos riscos?

A nossa visão não é pessimista, nem triunfalista. Identificámos, ao longo do projeto que todos os recursos de controlo interno mencionados trazem as suas vantagens do ponto de vista da racionalidade empresarial e da eficiência operacional. Certo que é, para já, prematuro confirmar, dada a falta de estudos nesta matéria, que existe uma relação positiva entre as empresas com estruturas de governo e o investimento: alguns estudiosos apontam que as que investem significativamente na estrutura de governo, apresentam uma segura eficiência de custos, maior investimento em capital e valor acrescido da empresa na competição em mercado, principalmente em indústrias menos competitivas[351].

---

[348] Embora as sociedades não financeiras também estejam sujeitas a problemas de assunção excessiva de risco, os problemas de agência dos bancos são agravados pela existência de garantias públicas e de seguros de depósito, que promovem a assunção de riscos. Além disso, as externalidades negativas associadas à sua falência tornam os problemas de agência bancários mais onerosos para a economia em geral, cfr. DE HAAN, Jakob, VLAHU, Razvan, *Corporate Governance of Banks*: A Survey, DNB Working Paper n.º 386, 2013, p. 5.

[349] Notas n.ºs 147, 299, 307 e 324.

[350] CUNHA, Paulo Olavo, *Corporate & Public Governance nas Sociedades Anónimas: primeira reflexão*, ano 2, vol. 4, Direito das Sociedades em Revista, Almedina, setembro 2010, p. 90.

[351] PASSOS, Clotilde, *Governo das Sociedades,* pp. 138-139, cit. COSSET, J.C., SOMÉ, H. Y., VALÉRY, P., *Does Competition Matter for Corporate Governance?*, The Role of Country Characteristics, Journal of Financial and Quantitative analysis, Vol. 51, No. 4, Aug. 2016, e ZHONG, N., WANG, S., YANG, R., Does Corporate

Permitirá, também, como já tivemos oportunidade de sustentar, reduzir a assimetria de informação existente entre gerentes e *stakeholders* e melhorar de forma positiva a probabilidade de ser afetada por questões de agência, garantindo uma vigilância reforçada dos administradores na condução dos negócios.

Podemos extrair, daqui, que o Corporate Governance não só reduz os conflitos de interesse que retiravam vantagens organizacionais internas e criavam divisões na prática empresarial, como permite às empresas aceder a vantagens competitivas na procura de fundos no mercado ao torná-las mais atrativas.

Respondemos à pergunta colocada: para pequenas e médias empresas, cotadas ou não cotadas, que não atingem o nível das sociedades anónimas de grande dimensão, o custo deve ser ponderado em função dos benefícios do investimento. A título de exemplo, caberá aos administradores, após analisarem a necessidade de a sociedade adotar sistemas de controlo interno, verificar se o enquadramento da sociedade assim o exige. No tecido comercial português, 99,9% constituído por PME somos levados a crer, de partida, que estes sistemas custosos apenas serão implementados em empresas com grandes volumes de negócios anuais[352].

Este pensamento é desprovido, pois a dimensão da empresa não deverá ser o critério orientador: é verdade que as PME normalmente lutam para sobreviver em condições económicas adversas e quaisquer regulamentações tendem a ser mais onerosas para elas do que para as grandes empresas, que dispõem de recursos para lidar com essas exigências, no entanto, não é apenas desejável, mas, indispensável, que o maior número de empresas esteja apto a criar valor, acordo com os novos padrões. O fator Governance deve existir igualmente nas PME ainda que de forma diversa e eventualmente parcial, e em moldes ajustados e adaptados[353].

Governance Enhance Common Interests of Shareholders and Primary Stakeholders, Journal of Business Ethics, 2017.

[352] Decreto-Lei n.º 81/2017, que, no artigo 2.º do Anexo I, estabelece critérios para classificar empresas como micro, pequenas ou médias empresas. A categoria de PME é constituída por empresas que empregam menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros. Veja-se que nos Estados-Membros da União Europeia, em 2007, estima-se que existiam mais de 24 milhões de PME, que asseguravam mais de 90 milhões de empregos, in *A Handbook of Corporate Governance and Social Responsability*, ARAS, Güler, CROWTHER, David (Eds.), p. 108.

[353] Veja-se que a autora MATILDE AZEVEDO PEREZ, já defendia a inserção das PME na adoção de práticas de Corporate, a propósito do esforço económico a ser feito pelas empresas a nível da sustentabilidade ambiental, defendendo a existência de um código de governo das sociedades de fácil aplicabilidade às médias empresas, in *Governo das Sociedades e Sustentabilidade*, Working Paper No. 2/2020 dezembro 2019, Governance Lab, pp. 28-31. Também o Relatório "Iniciativa AEM para o Mercado de Capitais – 24 Recomendações para a Dinamização do Mercado Português" recomendava na medida n.º 9 que "Deve proceder-se à revisão das recomendações vigentes, aplicáveis às empresas de dimensão intermédia e grandes PME, tendo presente, (…) quanto à necessidade de criar recomendações de governo societário que tomem em consideração a dimensão da empresa e que se mostrem especificamente adaptadas às empresas de média e pequena dimensão".

Note-se que as PME são maioritariamente compostas por empresas familiares, ou privadas, detidas por um pequeno grupo de acionistas[354]. Não terão, é certo, o mesmo impacto na quantidade de bens e serviços que o das grandes empresas. Adicionalmente, dada a concentração local no aprovisionamento de fatores produtivos, clientes e trabalhadores e na prestação de bens e serviços, tendem a ter um impacto maior nas comunidades onde operam, e centrando-se pouco expostas a pressões internacionais.

Sendo a maioria das empresas privada, com pouco acesso ao sistema financeiro, financiadas com recursos do proprietário, da família e de amigos, mesmo que sejam sociedades cotadas, o mercado das suas ações tende a ser muito reduzido. A sua relação com o sistema financeiro é, assim, provavelmente limitada[355], pelo que estas instituições têm uma capacidade substancialmente menor do que as grandes empresas para lidar ou influenciar regulamentações e recomendações.

Contudo, outros fatores pensam nas apostas a favor: a maximização do lucro pode não ser o objetivo principal das PME. Isto não significa que as PME não se preocupem com os lucros; se não o fizerem, provavelmente terão uma vida curta. Significa que podem estar dispostas a abdicar de parte desses lucros, para atingir outros objetivos, como, p.e. produzir produtos que os proprietários/gestores considerem satisfatórios[356]. Existem, claro, algumas PME que tendem a vender a grandes empresas, pelo que vão reforçando as suas preocupações com a implementação de organismos impostos pelas regulamentações dado as grandes empresas já os adotarem.

Foi referido por nós, varias vezes, que o mercado pune as empresas de várias formas pelo não cumprimento das recomendações: seja diretamente, pelas sanções dos reguladores, seja indiretamente, pois a sua reputação sai beliscada como "não cumpridoras" no mercado concorrencial e dificulta a execução dos projetos empresariais na captação de recursos, investimentos e fornecedores, seja porque a falta de implementação dos mecanismos deixa escapar comportamentos fraudulentos dos seus membros dirigentes, os quais, mais tarde ou mais cedo, se traduzem em processos judiciais, críticas em praça pública e prejuízos financeiros significativos.

A crença de que os que não aderem às recomendações e fogem ao ajustamento progressista e interno das ferramentas, saem mais competitivos em virtude da poupança realizada, é, dessa forma, do nosso ponto de vista, errada. Investir, com segurança, de forma planeada e responsável, ciente de que as práticas de Corporate Governance visam acrescentar vantagens e nunca retirar, permitirá a essas

[354] ARAS, Güler, CROWTHER, David (Eds.), *A Handbook of Corporate Governance,* p. 108, de acordo com o Inquérito Europeu às Empresas de 2002 da Grant Thornton.
[355] ARAS, Güler, CROWTHER, David (Eds.), *A Handbook of Corporate Governance*, p. 112. Este argumento é apresentado a propósito das práticas responsáveis, mas, pelo nosso entendimento, estende-se a todo o universo Corporate.
[356] ARAS, Güler, CROWTHER, David (Eds.), *A Handbook of Corporate Governance*, pp. 109-112.

empresas a construção de sistemas de governo internos concisos, a par e passo, e a captação gradual de incentivos junto do mercado, impulsionando o seu crescimento.

É um argumento que seguimos a propósito da implementação de outros mecanismos, como os testes FAP e das comissões especializadas, apesar do seu carácter recomendável. Claro está a montagem destes instrumentos deve revestir-se de especiais condições em função do tipo e complexidade de atividade empresarial, e adaptar-se ao regime setorial aplicável e ao contexto institucional da entidade em causa.

4.2.2. Os Novos Desafios do Corporate Governance

Os estudos que analisámos, no capítulo anterior, evidenciam que, apesar de uma adesão tardia, relativamente a outros países, Portugal tem vindo a crescer na utilização do sistema e dos códigos de boas práticas. As organizações em Portugal manifestam um crescente acolhimento das recomendações do governo das sociedades. Estas conclusões incentivam o desenvolvimento contínuo científico da governação, proporcionam conhecimentos atualizados aos gestores, e promovem a adoção destas práticas por um número crescente de organizações.

Certo é que novas realidades, alinhadas com os problemas decorrentes da globalização, influenciam o desenho das recomendações. Já tivemos oportunidade de 'abrir o véu' quanto ao aparecimento de novos desafios que as empresas têm de dar resposta se querem sobreviver no mundo globalizado. Incluindo, claro está, as PME.

a) As pressões crescentes por políticas ESG

As leis que regem a sociedade adaptam-se à evolução social e política, ajustadas a novos desígnios e valores impostos na comunidade em geral. Se antes a necessidade imediata das entidades residia na maximização de lucro, hoje, com o aparecimento das exigências de sustentabilidade social e ambiental, convida-se a uma nova compreensão do escopo lucrativo, apoiada no art. 64.º, n.º 1, alínea b) do CSC[357].

[357] CASSIANO DOS SANTOS, Filipe, *Sociedade comercial, sustentabilidade*, Nótulas para um manifesto para uma recompreensão da função da sociedade e do escopo lucrativo e para a adoção de novos paradigmas do governo societário, PLMJ Think Tank, acedido a 19/02/2025, artigo de 25/03/2024, pp. 3-4, pp. 6-7 e pp. 10-11. Os administradores devem prosseguir os interesses na sustentabilidade social e ambiental da atividade da sociedade. A violação desses deveres, implica que estes podem responder pessoalmente pelos danos à sociedade ou a terceiros [pp. 13-14]. CATARINA SERRA defende que a atual redação do artigo 64.º do CSC pode ser lida como uma aceitação dos deveres de responsabilidade social, in *Entre Corporate Governance e Corporate Responsibility: Deveres fiduciários e 'interesse social iluminado*, in I Congresso de Direito das Sociedades em Revista, Almedina, 2012, pp. 244-245.

A empresa tem a obrigação recíproca para com a sociedade de operar de uma forma responsável, dentro das expetativas formadas pela sociedade-comunidade e a situação contrária pode prejudicá-la no longo prazo. Repercussões negativas da atividade empresarial que afetem o meio-ambiente e a comunidade, podem, em última instância, prejudicar essa atividade, a sociedade e os sócios[358].

Os administradores devem merecer a consideração da sustentabilidade como um risco[359]. Desde logo, e sobretudo, um risco financeiro, seja pela possível ligação à performance da sociedade, seja pelas necessidades de financiamento e a sua ligação à avaliação que os investidores façam da integração de fatores ambientais e de responsabilidade social, para além de riscos físicos ou operacionais, sobretudo ligados a questões ambientais[360].

Para fazer o balanço das responsabilidades relacionadas com os fatores ESG, tanto ao nível do investidor como ao nível da entidade investida, os órgãos de administração devem saber quem são os seus stakeholders relevantes e de que forma são impactados pela empresa, de modo a compreender as suas necessidades e perspetivas. Além disso, os fatores ESG estão a tornar-se cada vez mais técnico e envolve uma análise particularizada de dados, o que implica uma necessária adaptação das competências do órgão de administração. Talvez por isso, existe uma necessidade crescente de literacia climática e de literacia ESG ao nível do conselho de administração, o que deve refletir-se no perfil dos administradores não executivos[361].

---

[358] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, p. 364. Há uma dupla materialidade, em que não está apenas em jogo o impacto da sustentabilidade nas empresas, mas também o impacto que estas têm sobre a sociedade em geral e sobre o ambiente. As empresas, devem, por isso, diminuir as externalidades negativas que provocam em terceiros, cfr. p. 135; p. 142. Terão de ter em conta, por exemplo, os objetivos de desenvolvimento sustentável, definidos no seguimento de uma resolução das Nações Unidas de 2015, acessível em https://eur-lex.europa.eu/PT/legal-content/glossary/sustainable-development-goals.html.

[359] "Both these trends bear implications in terms of the range of duties of directors that are owned to the company in ESG related-information. This impacts the board, that must ensure oversight of ESG risks and opportunities, ESG disclosures and of general compliance ESG commitments. Also, in respect to board duties to identify, access and manage ESG-related risks and most notably climate risks", cit. CÂMARA, Paulo, *The Systemic Interaction Between Corporate Governane and ESG* in *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, CÂMARA, Paulo, MORAIS, Filipe (eds.), Palgrave Macmillan, Switzerland, 2022, p. 21 e World Economic Forum, Principle 1, *How to set up Effective Governance on Corporate Boards*, 2019, acessível em https://www3.weforum.org/docs/WEF_Creating_effective_climate_governance_on_corporate_boards.pdf.

[360] MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário*, pp. 146-147, cfr., a sugestão apontada por ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades* - I, cit., p. 792. Os próprios sistemas de risco deverão adotar análises de risco ambiental e social e as devidas funções orgânicas a realização de relatórios de sustentabilidade, nesse sentido já apontava o Código de Corporate Governance do IPCG, revisto em 2023, nas recomendações VII.7. e VII.8.

[361] CÂMARA, Paulo, *The Systemic Interaction Between Corporate Governane and ESG*, pp. 22-23. É a isto que chamamos a regra do '*know your stakeholder'*, que constitui um pré-requisito para qualquer estratégia ESG. As *Joint Guidelines on the Assessment of the Suitability of Members of the Management Body and Key Function Holders Under Directive 2013/36/EU and Directive 2014/65/EU,* EBA/ESMA, nos pontos 63(d) e 70(c) reforçam essa exigência.

As competências em matéria de ESG são relevantes tanto no processo de recrutamento como nos programas de formação subsequentes para membros do órgão de administração. Os novos administradores devem possuir uma compreensão abrangente do propósito e estratégia da empresa[362].

No âmbito das sociedades emitentes, a aplicabilidade dos arts. 66.º-B, n.ºs 1 e 2 e 508.º-G, n.º 2 do Decreto-Lei n.º 89/2017, de 28 de julho, sugere que as mesmas estão vinculadas à prestação de informações ao mercado, com a obrigação de adoção e divulgação de demonstrações não financeiras, contendo análises às questões ambientais, sociais e relativas aos trabalhadores[363], já que estas afetam a evolução do desempenho, a posição e o impacto das atividades no mercado e na comunidade. No entanto, para cumprimento da obrigação de divulgação, as sociedades têm de estabelecer determinados procedimentos internos para tratar a informação sobre os fatores ambientais e sociais relevantes[364].

Neste sentido, não se pode afastar que estes desafios são resultado da pressão externa e das exigências do mercado para que as empresas sejam socialmente responsáveis. Apesar do carácter voluntário que ainda subsiste em alguns domínios, é inquestionável que as empresas têm sido forçadas a mudar as suas políticas face aos desafios atuais colocadas pela globalização, pelo Corporate Governance e, inevitavelmente, pelo aumento das preocupações éticas e sociais dos stakeholders[365].

---

[362] CÂMARA, Paulo, *The Systemic Interaction Between Corporate Governane and ESG*, p. 23. Para além do mencionado, coexistirá uma reestruturação orgânica no ceio das empresas. Nas de maior dimensão, é comum existirem comités ESG, grupos de trabalho ESG ou um Chief ESG Officer; a escolha da solução de governação adequada depende das características específicas de cada empresa.

[363] DIAS, Rui Pereira, DE SÁ, Mafalda, *Transações com partes relacionadas, remunerações, sustentabilidade,* pp. 72-73. As grandes empresas, que tenham o estatuto legal de entidades de interesse público e que tenham em média mais de 500 trabalhadores, apresentam esta demonstração, de acordo com o preâmbulo do Decreto-Lei n.º 89/2017, de 28 de julho, transpondo a Diretiva 2014/95/EU.

[364] Pode até extrair-se do regime uma imposição legal indireta de implementação de requisitos procedimentais, DIAS, Rui Pereira, DE SÁ, Mafalda, *Deveres dos Administradores e Sustentabilidade*, in CÂMARA, Paulo, *Administração e Governação das Sociedades*, Coimbra, 2020, pp. 33-85. Tem mais recentemente emergido, como fator relevante para o investimento, os critérios ESG (*Environmental, Social, Governance*), evitando o risco reputacional de investimento em empresas com práticas menos transparentes ou éticas. Conforme proposta de Diretiva do PE n.º 537/2014: «for asset managers, ESG presents itself as an integrated tool for investment assessment (…) investments are analyzed not only in the financial dimension, but also in the dimension of social and environmental sustainability and governance it presents, in a long-term perspective. ESG also proposes a redefinition of the measure of value creation». Outros contributos recentes abarcam o 'positive' e o 'negative screening', que incluem, respetivamente, o apoio a empresas que adotem objetivos específicos como redução de emissões, e a remoção de conexões a empresas que não respondem aos critérios ESG porque operam em setores de risco como tabaco, apostas de jogo, pornografia e armas militares, entre outros, de acordo com UNIPRI, *The evolution of screening: from 'sin' to sophistication*, junho 2020, PRI Blog, acessível em https://public.unpri.org/pri-blog/the-evolution-of-screening-from-sin-to-sophistication/5899.article e, ainda, CÂMARA, Paulo, *The Systemic Interaction Between Corporate Governane and ESG*, p. 12.

[365] RIBEIRO, Filipe André dos Santos, *Responsabilidade Social das Empresas e Corporate Governance*, Direito e Gestão Faculdade de Direito, Escola do Porto 2022, Universidade Católica Portuguesa, p. 29, vd. notas n.ºs 38 e 107, bem como CÂMARA, Paulo, *The Systemic Interaction Between Corporate Governane and ESG*, p. 8: "This broader concept of corporate purpose is not contrary to profit-making. The gist of purposeful business implies that companies must be profitable, but profit is not in itself the purpose of companies".

É certo que as grandes empresas poderão sentir maior pressão de adesão às boas práticas, em virtude de atuarem em mercados de massa, onde a publicidade negativa associada a práticas irresponsáveis pode ter um impacto imediato, significativo e duradouro nas receitas. Para as PME, este pode ser um problema menos relevante[366].

Contudo, as práticas de responsabilidade social, a preocupação com o ambiente e com as questões sociais estão mais próximos da natureza das PME, as quais são, em regra, mais intensivas em mão de obra do que as grandes empresas. Além disso, são as PME que tendem a contribuir mais para uma distribuição mais equitativa do rendimento, pois proporcionam emprego às camadas menos favorecidas, contribuindo para a coesão e estabilidade social. Os gestores das PME irão encarar, é claro, as questões e regulamentações sociais e ambientais como um fardo adicional, porém, deve demonstrar-se que pode ser uma ferramenta de competitividade[367].

Certo é que a sua aplicação trará várias vantagens: seja ao nível do reforço do valor, imagem, prestígio e reputação de qualquer empresa, seja pela vantagem competitiva sobre a concorrência na captação de financiamento, ou até mesmo, melhorias no sistema de gestão através da redução dos custos das atividades empresariais com a diminuição do consumo de recursos naturais, materiais e energia[368].

Não obstante a tendência de adesão, importa reconhecer a existência de movimentos globais de reação à integração de fatores ESG, particularmente em determinados contextos políticos e regulatórios, que evidenciam a ausência de uma consolidação uniforme destas exigências[369].

---

[366] ARAS, Güler, CROWTHER, David (Eds.), *A Handbook of Corporate Governance,* p. 110.

[367] Sobre este ponto, a regulamentação ambiental pode ser uma fonte de poupança de custos e oferecer oportunidades para desenvolver novos produtos e serviços. São precisamente as PME, com a sua flexibilidade e capacidade de adaptação a condições em mudança, que podem capitalizar novos produtos e mercados resultantes de uma maior sensibilização da sociedade para preocupações sociais e ambientais. Áreas como a redução do impacto ambiental, a redução de resíduos e reciclagem, o desenvolvimento de competências e a preocupação com a saúde e o bem-estar dos trabalhadores são questões que podem ser geridas com relativa facilidade e que podem gerar retornos tangíveis com custos aplicados pouco dispendiosos, cfr. ARAS, Güler, CROWTHER, David (Eds.), *A Handbook of Corporate Governance,* pp. 111-112.

[368] RIBEIRO, Filipe André dos Santos, *Responsabilidade Social das Empresas*, p. 30.

[369] Como demonstram as Recomendações do IOSCO, *Recommendations on Sustainability-Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management: Final Report*, Washington, D.C, 2021, p. 4: "there are multiple and diverse sustainability frameworks and standards; there is a lack of common definitions of sustainable activities (…) The wide variety of regulatory regimes and third-party initiatives, may prevent stakeholders from fully understanding the risks and opportunities that sustainable business activities entail and lead to market fragmentation". Também foram notadas "differences in implementation and scope across jurisdictions" [p. 2]. Assim, certos fatores têm vindo a dificultar a consolidação dos fatores ESG, sobretudo derivado da ausência de definições comuns, da existência de abordagens regulatórias diferentes e da fragmentação regulatória entre jurisdições. Tal traduz-se em algumas conclusões, a nosso ver, muito limitativas do futuro das boas práticas: não havendo um conceito uniforme de ESG, nem uma harmonização global quanto à sua implementação, em muito se dificultará a a aplicação consistente pelos administradores das mesmas.

Em suma, a crescente relevância dos fatores ESG evidencia uma evolução do conteúdo do dever de diligência dos administradores, que passa a integrar a consideração de riscos ambientais, sociais e de governação, num contexto marcado por crescentes exigências normativas e pressões de mercado. Tal transformação implica não apenas uma maior especialização técnica, mas também uma adaptação da composição interna dos órgãos societários e uma aplicação consciente das escolhas e apostas estratégicas de políticas ESG no dia a dia das empresas, em função das especificidades da atividade e da dimensão das sociedades.

b) A Governança corporativa em tempos de crise

Mais recentemente, dada a crise pandémica, endureceu-se a reflexão sobre a governação como mecanismo que pretende compreender as soluções jurídicas que vigoram no presente, e permite aperfeiçoar os modelos de decisão jurídicos empresariais do futuro. Desde o aparecimento do risco pandémico, que os deveres fiduciários exigidos aos administradores assumiram um relevo crítico, pois estes viram-se forçados a adotar medidas urgentes de proteção para a salvaguarda dos seus clientes, dos trabalhadores e dos fornecedores, de modo a conter a propagação do vírus[370].

A CMVM emitiu recomendações às sociedades emitentes, sublinhando "a relevância da qualidade da informação a prestar ao mercado pelos Conselhos de Administração quanto aos impactos atuais e esperados da Covid-19 nas respetivas atividades, bem como da adoção de princípios de sustentabilidade, visando assegurar a necessária resiliência operacional e financeira num contexto de risco acrescido"[371].

Perante o encerramento temporário das sociedades, no entendimento de PAULO CÂMARA[372], duas concretizações dos deveres de cuidado foram colocados em causa – o dever de planeamento e o dever de comunicação interno e externo – o primeiro, implicando o planeamento rigoroso de cenários alternativos de gestão, incluindo os encerramentos dos estabelecimentos comerciais ou confinamentos; no segundo, a prestação de informação verdadeira e regular aos clientes, trabalhadores, fornecedores, parceiros e acionistas, como chave de confiança perante os *stakeholders* em contexto de vulnerabilidade.

São os líderes que procuram recuperar o tempo de paragem e antecipar as respostas adequadas à quebra da atividade, independentemente do objeto social, da estratégia ou dimensão da sociedade, são

[370] CÂMARA, Paulo, *Administração e Governação das Sociedades*, pp. 15-17.
[371] Recomendações da CMVM aos Emitentes de Valores Mobiliários sobre a adoção de princípios de sustentabilidade na informação financeira, e nas políticas de dividendos, remunerações e resiliência operacional, 2020.
[372] CÂMARA, Paulo, *Administração e Governação das Sociedades*, pp. 18-19.

os administradores que assumirão o dever de gestão de risco e de alterar, em conformidade, a estrutura organizativa para o efeito[373].

Na senda do pensamento de COSTA PINTO[374], o futuro andará à volta do desafio que se coloca no efetivo aproveitamento de soluções de governação, em virtude da corrida aos serviços e sistemas para resolver os problemas das empresas na prática diária das organizações e no contínuo processo de transformação, perante o aparecimento de contextos imprevisíveis ou voláteis no mundo competitivo.

[373] CÂMARA, Paulo, *Administração e Governação das Sociedades*, pp. 25-26. Nomeadamente, com a constituição de comissões de crise, estruturas societárias criadas a título temporário para cuidar dos problemas operacionais graves. A criação destas comissões implica a delimitação rigorosa do âmbito temporal e material de atuação.

[374] PINTO, José Costa [et. al.], *A Emergência e o Futuro do Corporate*, p. 165. Vd. CÂMARA, Paulo, MORAIS, Filipe (eds.), *The Palgrave Handbook of ESG,* p. 9, cit. "the COVID-19 pandemic crisis also forced a rethink from boards and investors in the terms of the core corporate values and increased the attention to social and environmental priorities".

Conclusões

O presente trabalho permite retirar as seguintes conclusões:

1.ª – O Corporate Governance assume-se como um sistema multifacetado que integra não apenas regras jurídicas, mas também princípios éticos, mecanismos económicos e instrumentos organizacionais, visando a eficiência empresarial e a promoção da transparência e da responsabilidade societária.

2.ª – O Corporate Governance emergiu como resposta aos conflitos decorrentes da separação entre propriedade e controlo nas sociedades anónimas, evoluindo de uma preocupação essencialmente norte-americana após os escândalos financeiros do início do século XXI, que evidenciaram falhas estruturais nos sistemas de controlo interno, auditoria e fiscalização, para um movimento global assente na prevenção de riscos e na defesa da ética empresarial.

3.ª – A internacionalização dos mercados financeiros e a crescente exposição das sociedades a investidores estrangeiros contribuíram decisivamente para a harmonização e sofisticação dos modelos de governação, impulsionando não só uma evolução normativa contínua e alinhada com padrões internacionais, designadamente os princípios de Corporate Governance da OCDE, como melhorias na eficiência organizacional, independentemente da dimensão ou natureza da sociedade.

4.ª – Em Portugal, o desenvolvimento do Corporate Governance foi impulsionado pelas crises financeiras nacionais, resultando numa evolução normativa significativa através do DL n.º 76-A/2006 e da ação regulatória da CMVM e do IPCG, respondendo, igualmente, à necessidade de prevenir conflitos de agência entre administradores e acionistas nas sociedades anónimas.

5.ª – Os instrumentos de soft law, designadamente os Códigos de Governo do IPCG e da CMVM, revelaram-se dotados de eficácia prática através do princípio "comply or explain", demonstrando uma capacidade relevante de conformação do comportamento societário, através da exigência de transparência e da pressão reputacional, mesmo na ausência de força juridicamente vinculativa das recomendações.

6.ª – Não obstante, subsiste uma tensão estrutural entre autorregulação e intervenção legislativa, permanecendo controvertida a natureza jurídica dos instrumentos de governação como soft law, oscilando entre a sua qualificação como não-direito e o reconhecimento de uma juridicidade mitigada, baseada na influência normativa indireta e na produção de efeitos práticos.

7.ª – A autorregulação societária permite às empresas adaptar os modelos de governação à sua realidade concreta, promovendo soluções mais eficientes e ajustada. Contudo, a adesão formal às recomendações de Corporate Governance não garante, por si só, a sua efetiva implementação material numa vigilância eficaz, subsistindo o risco de cumprimento meramente aparente.

8.ª – O administrador societário assume-se como uma figura central na estrutura das sociedades comerciais, exercendo uma função de gestão delegada, que decorre da impossibilidade prática de os sócios participarem diretamente em todas as decisões da vida social.

9.ª – A administração configura uma relação jurídico-orgânica complexa, traduzida em verdadeiros poderes-deveres orientados para a prossecução do interesse social, integrando funções de gestão, representação e supervisão da atividade societária, marcadas por uma grande margem de discricionariedade técnica, cuja legitimidade depende da sua capacidade de equilibrar, de forma informada e responsável, os diversos interesses em jogo.

10.ª – Os deveres de cuidado e lealdade, previstos no artigo 64.º do CSC, densificam a responsabilidade fiduciária dos administradores, impondo-lhes padrões elevados de diligência e uma atuação orientada para a sustentabilidade a longo prazo. A evolução do Corporate Governance evidencia a progressiva ampliação do conceito de interesse social, deixando de se circunscrever exclusivamente aos acionistas para integrar os interesses dos diversos stakeholders que participam, direta ou indiretamente, na atividade societária.

11.ª – A separação entre propriedade e gestão acentuou as assimetrias de informação e conduziu à profissionalização da administração, originando uma divergência estrutural entre os interesses dos acionistas e dos administradores, bem como, consequentemente, a redução da eficácia do controlo direto sobre os últimos, potenciando comportamentos oportunísticos e a internalização de benefícios, que constitui o núcleo do problema de agência nas sociedades modernas.

12.ª – Os mecanismos tradicionais de alinhamento de interesses, como a remuneração variável e as regras de responsabilidade civil e de destituição, revelam-se insuficientes na resolução dos conflitos de agência, exigindo a complementaridade com mecanismos robustos de fiscalização e de controlo que ofereçam soluções preventivas céleres na antecipação, deteção e acompanhamento de desvios.

13.ª – A estrutura capacitada do conselho de administração em termos quantitativos, embora marcada pela flexibilidade normativa do direito societário português, deve ser definida de forma a garantir um equilíbrio entre eficiência deliberativa e capacidade de supervisão. Conselhos excessivamente

reduzidos podem limitar a diversidade de perspetivas, enquanto conselhos muito extensos podem comprometer a eficácia decisória e agravar os problemas de agência.

14.ª −Na dimensão qualitativa, a diversidade de perfis, qualificações e de experiências profissionais contribui para decisões mais informadas, inovadoras e equilibradas, reforçando a capacidade de supervisão e a prevenção de riscos internos. Embora o CSC não estabeleça critérios qualitativos detalhados, os instrumentos de soft law e as iniciativas europeias têm vindo a promover padrões mais exigentes de competência e diversidade nos órgãos de administração.

15.ª – Os critérios de Fit & Proper constituem um mecanismo essencial de garantia da adequação dos membros dos órgãos de administração, assegurando que os titulares dispõem não apenas de competências técnicas, mas também de integridade moral e ética, reputação e independência, caraterísticas necessárias ao exercício responsável e transparente das suas funções.

16.ª – Os critérios Fit & Proper, escrutinados por autoridades de supervisão e aplicados primariamente no setor financeiro, oferecem um modelo replicável para outras sociedades de grande dimensão não financeiras, uma vez que o perfil dos administradores pode influenciar diretamente a solidez das instituições, a confiança dos investidores e a estabilidade do mercado nacional e internacional.

17.ª – A figura do administrador independente surge como um mecanismo relevante de governação societária, destinado a reforçar a supervisão interna da gestão executiva e a mitigar potenciais conflitos de interesses no seio do órgão de administração, desempenhando uma função de vigilância preventiva que se distingue da fiscalização tradicional do conselho fiscal.

18.ª − A presença de administradores independentes pode, contudo, oferecer limitações:

(i) A sua eficácia depende da articulação com outros mecanismos de controlo societário, designadamente os órgãos de fiscalização e as regras clássicas do direito societário relativas a conflitos de interesses.

(ii) Para além deste facto, é permeável a esgotar-se numa adesão meramente formal, quando não se verificam condições materiais de independência, disponibilidade e acesso à informação que permitam a estes membros questionar e condicionar a atuação dos executivos em tempo real.

19.ª − A criação de comissões especializadas no seio do conselho de administração permite uma análise mais aprofundada e tecnicamente qualificada de matérias particularmente sensíveis para a gestão da sociedade. A divisão de funções entre diferentes comissões − nomeadamente comissões de

nomeações, remunerações e auditoria − contribui para uma maior eficiência organizacional, evitando a concentração excessiva de poderes e assegurando um tratamento especializado das principais áreas de decisão societária.

20.ª − Embora não exista no direito português uma regulação legal detalhada de todas estas comissões, as recomendações de governação societária e as orientações europeias demonstram que a sua criação pode reforçar significativamente a qualidade da supervisão interna e a eficácia global do sistema de governação das sociedades.

21.ª – Os sistemas de controlo interno, gestão de riscos e auditoria interna representam a concretização prática do conceito de "fiscalização preventiva", permitindo ao órgão de administração conhecer de forma contínua o funcionamento da organização, bem como a identificação e mitigação de riscos e irregularidades, antes da sua materialização em prejuízos que afetem a estratégia empresarial, reduzindo a probabilidade de ocorrência de violações legais ou de danos reputacionais.

22.ª – Embora a implementação dos mecanismos de governação interna represente um custo organizacional adicional, quando corretamente desenhados, as comissões e os sistemas de controlo, dotados de meios suficientes e articulados com a auditoria interna e o órgão de fiscalização, contribuem para detetar irregularidades, assegurar a conformidade e reduzir custos de agência.

23.ª – Os estudos empíricos demonstram um progressivo aumento do grau de adoção formal das recomendações pelas sociedades cotadas portuguesas, com destaque para os sistemas de controlo e políticas de remuneração, evidenciando uma maior sensibilidade das sociedades para mecanismos diretamente associados à prevenção de irregularidades e ao alinhamento de interesses entre administradores e acionistas. A menor taxa de acolhimento verifica-se nas recomendações sobre administradores independentes e sobre a criação de comissões especializadas, revelando resistências culturais à implementação de mecanismos de vigilância interna mais sofisticados.

24.ª − Os dados analisados indicam que as empresas de maior dimensão e com maior exposição ao mercado − designadamente as que integram o índice PSI − apresentam níveis mais elevados de acolhimento das recomendações, o que sugere que a pressão do mercado e dos investidores desempenha um papel determinante na melhoria das práticas de governação societária.

25.ª − A aplicação dos mecanismos de Corporate Governance não pode ser analisada de forma uniforme para todas as sociedades, devendo atender-se à dimensão empresarial, à complexidade organizacional e ao setor de atividade em que cada empresa opera:

(i) Nas instituições financeiras, expostas ao risco sistémico, a implementação de mecanismos internos de governação revela-se particularmente necessária, ainda que a experiência demonstre que tais mecanismos não eliminam totalmente a ocorrência de comportamentos fraudulentos.

(ii) Nas grandes sociedades não financeiras, existe geralmente capacidade económica para implementar estruturas de governação mais sofisticadas. No caso das pequenas e médias empresas, a adoção destes mecanismos deve ser ponderada à luz de um princípio de proporcionalidade, tendo em conta os custos de implementação e a realidade económica destas organizações.

26.ª – A incorporação gradual de princípios de Corporate Governance de forma adaptada à realidade das PME, pode contribuir para reduzir conflitos de agência, aumentar a transparência e reforçar a confiança dos investidores, promovendo condições mais favoráveis ao crescimento empresarial.

27.ª – A evolução recente do Corporate Governance demonstra que as estruturas tradicionais de governação societária se encontram em constante adaptação, refletindo novas exigências económicas, sociais e ambientais impostas pelo contexto global:

(i) Os novos desafios ESG impõem uma redefinição dos deveres de diligência dos administradores, exigindo competências específicas em sustentabilidade na tomada de decisões estratégicas e implicando a criação de novas categorias de risco a serem geridas pelos sistemas de controlo interno.

(ii) Por outro lado, as crises recentes, como a crise pandémica, evidenciaram a importância de modelos de governação flexíveis e resilientes, capazes de assegurar uma resposta rápida a contextos de elevada incerteza, reforçando a centralidade dos deveres fiduciários dos administradores.

28.ª – Deste modo, os novos desafios colocados ao Corporate Governance exigem não apenas a atualização das estruturas formais de governação, mas também uma evolução da cultura organizacional das empresas, orientada para uma gestão responsável, transparente e sustentável.

Fontes

Documentos Normativos e Recomendações

Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, CNMV, Edição n.º 4, Madrid, revisto em junho de 2020, disponível em https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG_2020.pdf;

Código de Governo das Sociedades da CMVM, CMVM, 2013, disponível em https://emitentes.pt/wp-content/uploads/2018/01/223_logos_1722130718_CMVM_CG_CodigoGovernoSociedades_2013_Recomendacoes.pdf;

Código de Governo das Sociedades, Edição IPGG, Lisboa, 2018, Revisto em 2023, versão ebook, disponível em https://cgov.pt/images/ficheiros/2023/cgs-revisao-de-2023-ebook.pdf;

Código de Governo das Sociedades, IPCG, 2018 (edição não revista), acessível em https://cgov.pt/images/ficheiros/2018/codigo_de_governo_das_sociedades_ipcg_vf.pdf;

Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu, de 21-05-2003, intitulada de *Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na união europeia - uma estratégia para o futuro* (COM 2003, 284 final), disponível em www.eur-lex.europa.eu;

Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu, para prevenir e combater as práticas abusivas nos domínios financeiros e das sociedades, de 27-09-2004;

Comunicado conjunto CMVM-IPCG, de 16 de março de 2016, disponível em https://staging.cgov.pt/images/ficheiros/2018/comunicado_conjunto_cmvm_ipcg.pdf;

Companies Act, de 2006, disponível em www.legislation.gov.uk;

Decisão da Comissão de 15 de outubro de 2004 (2004/706/CE), disponível em https://eur-lex.europa.eu;

Diretiva 2013/36/EU, de 26 junho de 2013, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e das empresas de investimento, acessível em https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:32013L0036.

Diretiva COM (2012) 614 final, Bruxelas, 14 de novembro de 2012, acessível em www.eur-lex.europa.eu;

Enterprise Risk Management – Integrated Framework, Executive Summary and Framework, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO), 2004;

Guia para as avaliações da adequação e idoneidade, Banco Central Europeu, dezembro 2021, acessível em https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.fit_and_proper_guide_update202112~d66f230eca.pt.pdf ;

ISO 31000:2009 "Risk Management – Principles and Guidelines", ACT 180, Versão Portuguesa traduzida da norma, 2.ª edição, fevereiro de 2013;

Joint Guidelines on the Assessment of the Suitability of Members of the Management Body and Key Function Holders Under Directive 2013/36/EU and Directive 2014/65/EU, EBA/GL/2021/06 / ESMA35-36-2319, 2 de julho de 2021, acessível em https://www.eba.europa.eu/activities/single-rulebook/regulatory-activities/internal-governance/joint-esma-and-eba-guidelines;

Livro I da Comissão Jurídica do IPCG, de Fevereiro de 2007, acessível em https://cgov.pt/o-ipcg/53-publicacoes/estudos-cadernos/236-o-livro-i-da-comissao-juridica-do-ipcg;

Norma 14/2005, de 29 de novembro, do Instituto de Seguros de Portugal, publicada no Diário da República, n. 241, II Séria, de 19 de dezembro de 2005;

Os objetivos de desenvolvimento sustentável, definidos no seguimento de uma resolução das Nações Unidas de 2015, acessível em https://eur-lex.europa.eu/PT/legal-content/glossary/sustainable-development-goals.html;

Orientações da European Banking Authority, EBA/GL/2012/06, de 22 de novembro de 2012, Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders, acessível em https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/documents/10180/106695/7d1a34fc-0a74-4020-a14c-358ade55237d/EBA-GL-2012-06--Guidelines-on-the-assessment-of-the-suitability-of-persons-.pdf;

Orientações da European Banking Authority, *Final report on Guidelines on internal governance under Directive* (EU) 2019/2034 (EBA/GL/2021/14), de 22 de novembro de 2021, acessível em https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Guidelines/2021/EBA-GL-2021-14%20Guidelines%20on%20internal%20governance%20under%20IFD/1024534/Final%20Report%20on%20GL%20on%20internal%20governance%20under%20IFD.pdf (acesso 10-07-2025);
Orientações da European Banking Authority, EBA/GL/2021/06, de 2 julho de 2021, sobre a avaliação da aptidão dos membros do órgão de administração e fiscalização e de quem desempenha funções essenciais, https://cgov.pt/images/ficheiros/2019/eba_orientaes_2012_06_22_de_novembro_de_2012.pdf.
Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, 2004, disponível em https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/principles_pt_final.pdf;
Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations, American Law Institute, 1994;
Recomendação 2005/162/CE da Comissão Europeia, de 15 de fevereiro de 2005, JOUE, L 52, 2005, disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:32005H0162 (acesso a 27-06-2025);
Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, 1999, CMVM, Lisboa, disponível em https://www.fep.up.pt/disciplinas/pgaf924/PGAF/CMVM_Recomenda%C3%A7%C3%B5es_Governo_Sociedades.pdf;
Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, 2003;
Recommendations on Sustainability-Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management: Final Report, IOSCO, Washington, D.C, 2021, acessível em https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD688.pdf;
Regulamento 10/2005, de 18 de novembro, CMVM, disponível em https://diariodarepublica.pt/dr/detalhe/regulamento-cmvm/10-2005-2799196;
Regulamento 4/2013, de 1 de agosto, CVM, disponível em https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Regulamentos/Documents/CMVMRegulamento42013.pdf;
Regulamento 7/2001, de 28 de dezembro, CMVM, disponível em https://diariodarepublica.pt/dr/detalhe/regulamento-cmvm/7-2001-1647007;
Relatório Cadbury, "The Financial Aspects of Corporate Governance", Londres, GEE, 1992;
Sarbanes-Oxley Act de 2002, acessível em www.sarbanes-oxley-act.com;
SILVA, A., VITORINO, A., ALVES, C. F., ARRIAGA DA CUNHA, J., ALVES MONTEIRO, M., Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal: Sistemas de governo das sociedades, Instituto Português de Corporate Governance, disponível em https://cgov.pt/images/ficheiros/2018/livro_branco_cgov_pt.pdf;
"The Quest for Accountability", in Securities and Exchange Commission (SEC), 9 de janeiro de 1980, disponivel em https://www.sec.gov/news/speech/1980/010980karmel.pdf ;
"The Fit and Proper test for Approved Persons" (FIT), FCA, disponível em http://www.fca.org.uk/firms/being-regulated/approved/approved-persons/fitness;
UK Corporate Governance Code, The Financial Reporting Council, Janeiro 2024 , acessível em https://media.frc.org.uk/documents/UK_Corporate_Governance_Code_2024_a2hmQmY.pdf.

Legislação

Código das Sociedades Comerciais (CSC), Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro, acessível em https://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=524&tabela=leis;
Código dos Valores Mobiliários (CVM), Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, disponível em https://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=450&tabela=leis;
Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março, acessível em https://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=731&tabela=leis;
Decreto-Lei n.º 89/2017, de 28 de julho, Divulgação de informações não financeiras e de informações sobre a diversidade por grandes empresas e grupos, transpondo a Diretiva 2014/95/EU, disponível em https://diariodarepublica.pt/dr/detalhe/decreto-lei/89-2017-107773645;

Decreto-Lei n.º 157/2014, de 24 de outubro, transpõe a Diretiva n.º 2013/36/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho, e procede à alteração ao Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, acessível em https://diariodarepublica.pt/dr/detalhe/decreto-lei/157-2014-58585556;
Decreto-Lei n.º 81/2017, de 30 de junho, acessível em https://diariodarepublica.pt/dr/detalhe/decreto-lei/81-2017-107596686;
Instrução n.º 12/2015, do Banco de Portugal n.º 8, de 17-08-2015, disponível em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/instrucoes/12-2015i.pdf;
Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, disponível em https://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=1108&tabela=leis;
Lei n.º 62/2017, de 1 de agosto, acessível em https://diariodarepublica.pt/dr/detalhe/lei/62-2017-107791612;
Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGICSF) (Lei n.º 23-A/2022), disponível em: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/legislacoes/rgicsf_pt.pdf;

Estudos Empíricos Citados

Heidrick & Struggles, *Is your board fit for the global challenge? Corporate Governance in Europe,* em www.heidrick.com;
LOUREIRO DA SILVA, Amaro, GUIMARÃES, Tiago, SANTOS DE OLIVEIRA, Helena, LEITE, Eduardo, *Diversidade do conselho de administração das empresas cotadas no psi-20*, e³, Revista de Economia, Empresas e Empreendedores na CPLP 10.29073/e3.v7i1.360, 2021, pp. 74-86;
PASSOS, Clotilde, *Governo das Sociedades – Diagnóstico da Situação Em Portugal*, Gestão e Desenvolvimento, 25, 2017, pp. 125-136;
Relatório anual sobre o governo da CMVM de 2012, disponível em www.emitentes.pt;
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, Governo das Sociedades em Portugal em 2012, disponível em www.emitentes.pt;
Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações Índice e Rating de Governo Societário, Governo das Sociedades em Portugal de 2014, acessível em https://emitentes.pt/wp-content/uploads/2018/01/234_logos_1071141212_AEM_Catolica_CorporateGovernance_Relatorio2014_Publicado.pdf;
Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações e Índice e Rating de Governo Societário, Centro de Estudos Aplicados, Católica-Lisbon, Governo das Sociedades em Portugal 2013, disponível em https://www.clsbe.lisboa.ucp.pt/sites/default/files/catolica-aem_corporategovernance_relatorio_2013.compressed.pdf;
4.º Inquérito da CMVM sobre Práticas Relativas ao Governo das Sociedades Cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da Euronext Lisbon, realizado em 2002, acessível em https://www.cmvm.pt/estudos_documentos/estudos/inquerito_soc4/inquerito4.asp.

Bibliografia

ARAS, Güler, CROWTHER, David (Eds.), *A Handbook of Corporate Governance and Social Responsability*, Principles, Routledge, NY, 2016, pp. 108-123;

BARREIROS, Filipe, *Responsabilidade Civil dos Administradores: os Deveres Gerais e Corporate Governance*, Wolters Kluwer Portugal sob a marca Coimbra Editora, 2010, pp. 123-134, pp. 143-144, pp. 159-160;

BASTOS, Nuno Moraes, *Corporate Governance, Compliance e a Função Compliance nos Setores Bancários e Segurador*, pp. 212-231;

BERLE, Adolf, MEANS, Gardiner, *The Modern Corporation and Private Property,* Harcourt, Brace & World, Inc., 1932, p. 4;

BORGES, Sofia Leite, in CÂMARA, Paulo [et. al.], *Código do Governo das Sociedades Anotado,* 2012, Almedina, Coimbra, pp. 166-168;

BUONICORE, Bruno Tadeu, "Criminal Compliance como gestão de riscos empresariais*", A adoção do criminal compliance como forma de evitar a responsabilidade objetiva nos delitos econômicos*, in *Governança, Ética e Compliance*, PIRES, Alex Sander Xavier, ROSÁRIO, Pedro Trovão do, BAHAMONDE DELGADO, Rubén (org.), julho 2022, Almedina, pp. 336-337;

CAETANO, Pedro, *Corporate Governance*, Almedina, Coimbra, 2006, pp. 60-63;

CÂMARA, Paulo, *Códigos de Governo das Sociedades*, 2002, pp. 30-39, p. 65;

CÂMARA, Paulo [et. al]. e FERREIRA, Bruno, *A Governação de Sociedades Anónimas nos Sistemas Jurídicos Lusófonos – A Identidade Lusófona da Governação de Sociedades*, Almedina, 2013, p. 27, pp. 311-330, p. 352;

CÂMARA, Paulo [et. al.], *O Governo das Organizações, A Vocação Universal do Corporate Governance*, Almedina, 2011, pp. 14-18, pp. 27-28, pp. 38-46; pp. 51-57, p. 65;

CÂMARA, Paulo, *Código do Governo das Sociedades Anotado*, 2012, Almedina, Coimbra, pp. 13-29;

CÂMARA, Paulo, *A Comissão de Remunerações*, Revista de Direito das Sociedades, Ano III, 2011, número 1, pp. 12-35, pp. 38-44, pp. 34-35;

CÂMARA, Paulo, *Introdução em Código de Governo das Sociedades Anotado*, 2012, pp. 13-34;

CÂMARA, Paulo, *O Governo das Sociedades em Portugal – Uma Introdução*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 12, 2001, pp. 45-55;

CÂMARA, Paulo, *Say on Pay*, *O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral*, Revista de Concorrência e Regulação. Ano I, n.º 2, 2010, pp. 9-14;

CÂMARA, *The Systemic Interaction Between Corporate Governance and ESG* in *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, CÂMARA, Paulo, MORAIS, Filipe (eds.), Palgrave Macmillan, Switzerland, 2022, pp. 3-40;

CALVÃO DA SILVA, *Responsabilidade Civil dos Administradores não Executivos*, *da Comissão de Auditoria e do Conselho Geral e de Supervisão*, in www.oa.pt, pp. 4-5;

CAMPOS, Ana Rita, *Comissões Especializadas*, in Código do Governo das Sociedades Anotado, CÂMARA, Paulo [et al.], 2012, pp. 189-190, p. 256;

CARNEIRO DE FRADA, Manuel, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, Almedina, 2003, p. 547;

CASSIANO DOS SANTOS, Filipe, *Sociedade comercial, Sustentabilidade e Corporate Governance*, Nótulas para um manifesto para uma recompreensão da função da sociedade e do escopo lucrativo e para a adoção de novos paradigmas do governo societário, PLMJ Think Tank, 25 de março de 2024, (acedido a 19/02/2025), pp. 3-14;

CASTELO, Tomás Pinto, *Da obrigação de administrar*, Revista de Direito das Sociedades, vol. XV, 2023, pp. 284-297, pp. 301-312;

CATARINO, Luís Guilherme, *Fit and Proper: O Controlo Administrativo da Idoneidade no Sector Financeiro*, Revista da Concorrência e Regulação, 2015, 4 (23-24), pp. 30-41, pp. 54-61, pp. 77-94;

CORDEIRO, António Menezes, A *Crise Planetária de 2007/2010 e o Governo das Sociedades*, pp. 264-279, pp. 285-286;

CORDEIRO, António Menezes, *Da Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades Comerciais*, p. 230;

CORDEIRO, António Menezes, *Manual de Direito das Sociedades*, vol. I, 2011, p. 695, pp. 792-798, p. 848, p. 1015;
COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel, *Curso de Direito Comercial*, vol. II, 7.ª edição, Almedina, 2021, p. 284;
COUTINHO DE ABREU, Jorge Manuel, *Governação das Sociedades Comerciais,* Almedina, Coimbra, 2006, pp. 5-18, pp. 37-38, pp. 83-105;
COUTO, Ana Sá, *Comissão de Fixação de Remunerações*, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, 37, 2014, pp. 58-62;
CUNHA, Paulo Olavo, *Corporate & Public Governance nas Sociedades Anónimas: primeira reflexão*, ano 2, vol. 4, Direito das Sociedades em Revista, Almedina, setembro 2010, p. 90;
CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7.ª edição, setembro 2022, Reimpressão, Almedina, pp. 141-144, pp. 233-238, p. 567, pp. 590-594;
CUNHA, Paulo Olavo, *Independência e inexistência de incompatibilidades*, in I Congresso de Direito das Sociedades em Revista, Almedina, 2012, pp. 279-305;
CUNHA, Vera Lúcia, MARTINS, António, *O Conselho de Administração*, Contabilidade e Gestão, n.º 4, janeiro 2017, pp. 67-92, disponível em https://www.researchgate.net/publication/272157387_O_Conselho_de_Administracao_e_o_desempenho_das_sociedades;
DE HAAN, Jakob, VLAHU, Razvan, *Corporate Governance of Banks*: A Survey, DNB Working Paper n.º 386, 2013, p. 5;
DIAS, Rui Pereira, DE SÁ, Mafalda, *Transações com partes relacionadas, remunerações, sustentabilidade,* pp. 72-73;
DIAS, Rui Pereira, DE SÁ, Mafalda, *Deveres dos Administradores e Sustentabilidade*, in CÂMARA, Paulo, *Administração e Governação das Sociedades*, Coimbra, 2020, pp. 15-26, pp. 33-85;
DUARTE, Tiago Almocim Esteves Rainha, *O governo das sociedades (corporate governance) - análise do desempenho das sociedades cotadas em bolsa respondentes ao 4° inquérito da CMVM sobre práticas relativas ao governo das sociedades*, Dissertação de Mestrado, Universidade Técnica de Lisboa, 2007, pp. 74-78;
FERRAZ, Duarte Pitta, ADHIKARI, Manish, *The Manual of Corporate Governance, Theory and Practice for Scholars, Executive and Non-Executive Directors*, pp. 8-16;
FERRAZ, Duarte Pitta, *Fit and Proper: evitar um cisne negro ou há um elefante na sala?,* Blog da Nova SBE Executive Education, 2018, 6 de dezembro, disponível em: https://blog.exed.novasbe.pt/artigos/fit-and-proper-evitar-um-cisne-negro-ou-ha-um-elefante-na-sala (acesso a 23/06/2025);
FERREIRA, Abel Sequeira, *A Soft Law e a Juridicidade dos Códigos de Governo das Sociedades*, Revista de Direito das Sociedades, 2018, vol. 10, pp. 183-222, disponível em www.governancelab.org;
FERREIRA, Manuel Requicha, *Comissão de Nomeações*, *in A designação de administradores*, CÂMARA, Paulo [et al.], Governance Lab, 2015, pp. 125-155;
FERREIRA, Luís Costa, MAGALHÃES DA CUNHA, Benedita, *Breve comentário sobre o Aviso do Banco de Portugal n.º 3/2020 em matéria de conduta e cultura organizacional e sistemas de governo e controlo interno*, Revista de Direito das Sociedades, Vol. XI, 2019, pp. 3-4, pp. 737-748;
GEADA, Fátima Castanheira, *Governação Corporativa e Auditoria Interna*, in PINTO, José Costa, [et al.], *A Emergência e o Futuro do Corporate*, pp. 113-127;
GOMES DA SILVA, João, [et. al.], *Os Administradores Independentes das Sociedades Cotadas Portuguesas*, Lisboa, Instituto Português do Corporate Governance, 2007, pp. 8-29;
GOMES, José Ferreira, *Da Administração à Fiscalização das Sociedades*, A Obrigação de Vigilância dos Órgãos da Sociedade Anónima, Almedina, 2015, pp. 31-54, pp. 151-217, pp. 240-243, pp. 726-749;
GOMES, Jorge Ferreira, *O novo Código de Governo das Sociedades do IPCG e a substituição do Código da CMVM*, Revista de Direito das Sociedades, 2017, vol. 9 (4), pp. 980-990;
HEITOR, Marta Isabel Lopes, *A responsabilidade civil, em relação à sociedade, dos administradores executivos e não executivos nas sociedades anónimas de modelo monista*, RDS V, 2013, 4, pp. 940-955;
HIGGS, Derek, *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, 2003, p. 39, acessível em https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/higgsreport.pdf (acesso a 08-07-2025);

JENSEN, Michael, MECKLING, William, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, October, 1976, V. 3, No. 4, p. 5, p. 310;
JENSEN, Michael; FAMA. Eugene, *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, Vol. XXVI, June 1983, pp. 301-325;
LOPES, Ana da Ponte, *Avaliação dos membros dos órgãos sociais em instituições de crédito e sociedades financeiras*, in PINTO, José Costa [et. al.], *A emergência e o futuro do corporate governance em Portugal*, 2018, (2), pp. 55-57;
MAGALHÃES, Pedro Jorge, *Governo Societário e a Sustentabilidade da Empresa*, Almedina, Coimbra, 2019, pp. 36-99, pp. 100-102, pp. 134-241, pp. 236-269, pp. 288-294, pp. 309-316, pp. 353-364;
MAIA, Pedro, *Função e Funcionamento do Conselho de administração da sociedade anónima*, Coimbra, 2002, pp. 169-177, pp. 255-258;
MAIA, Pedro, in *Voto e Corporate Governance, um Novo Paradigma para a Sociedade Anónima*, Almedina, 2019, pp. 47-59, p. 79, pp. 518-530, p. 542, p. 746, pp. 816-817;
MARTINS, Alexandre de Soveral, *Administração das Sociedades Anónimas e Responsabilidade dos Administradores*, Almedina, 2020, pp. 21-39, p. 55, pp. 86-88;
MATILDE AZEVEDO PEREZ *, Governo das Sociedades e Sustentabilidade*, Working Paper No. 2/2020 dezembro 2019, Governance Lab, pp. 28-31;
MATTOS E SILVA, Nathália, *O Corporate Governance - Mecanismos e Ferramentas, com foco na Diversidade do Conselho de Administração e a Controvérsia das Finanças Comportamentais*, Mestrado em Direito das Empresas e do Trabalho, outubro 2022, pp. 39-42;
NEIVA DOS SANTOS, Joaquim Alberto, *Corporate Governance: Desenvolvimentos Recentes e a Realidade Portuguesa*, Universidade Aberta, Aveiro, dezembro 2009, pp. 31-33;
PEREIRA DE ALMEIDA, António, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. I – As Sociedades Comerciais, Almedina, Coimbra, 2022, pp. 136-138, pp. 282-290;
PERESTRELO DE OLIVEIRA, Ana, *Manual do Governo das Sociedades,* Almedina, Coimbra, 2017*,* p. 19, p. 65, pp. 181-182, pp. 226-227;
PINTO, José Costa, [et. al.], *A Emergência e o Futuro do Corporate Governance em Portugal*, Almedina, 2014, p. 48, pp. 159-164;
REDECKER, Ana Cláudia, HACKMANN, Evaldo Osório, *Compliance: Sistema de Gestão como Força de Controle das Corporações*, RJBL, Ano 8, n.º 5, 2022, pp. 16-38;
REIS, Margarida, *A idoneidade dos membros dos órgãos de administração e fiscalização das instituições de crédito*. Revista da Concorrência e Regulação, 2015, 4(23–24), pp. 116-126;
RIBEIRO, Filipe André dos Santos, *Responsabilidade Social das Empresas e Corporate Governance*, Direito e Gestão Faculdade de Direito, Escola do Porto 2022, Universidade Católica Portuguesa, pp. 29-49;
RIBEIRO, Maria de Fátima*, O dever de os administradores não aproveitarem, para si ou para terceiros, oportunidades de negócio societárias*, em Homenagem ao Prof. Doutor Heinrich Ewald Hörster, *Journal of Business and Legal Sciences, Revista De Ciências Empresariais E Jurídicas*, 2011, pp. 26-49, pp. 50-58;
RODRIGUES, Margarida Andrade, *Adequação e Idoneidade dos membros do órgão de administração das instituições de crédito*, *A importância do Banco de Portugal enquanto supervisor no governo das instituições de crédito,* Universidade Católica Portuguesa, 2023, pp. 17-25, pp. 33-40;
RODRIGUES-PEREIRA, Thiago, *Compliance e(m)direitos humanos como paradigma para as empresas*, in *Governança, Ética e Compliance*, PIRES, Alex Sander Xavier, ROSÁRIO, Pedro Trovão do, BAHAMONDE DELGADO, Rubén (org.), julho 2022, Almedina, pp. 280-282;
SANTOS, Hugo Moredo, VOGLER, Guiné, *Deveres fiduciários dos administradores: algumas considerações (passado, presente e futuro),* Revista de Direito das Sociedades, 2013, vol. 5 (4), pp. 692-705;
SERRA, Catarina, *Entre Corporate Governance e Corporate Responsibility: Deveres fiduciários e 'interesse social iluminado*, in I Congresso de Direito das Sociedades em Revista, Almedina, 2012, pp. 244-245;
SERRA, Catarina, *O Novo Direito das Sociedades: Para uma Governação Socialmente Responsável*, Scientia Iuris, Vol. 14, n.º 1, 2010, p. 164;

SIMÃO, Jorge André Carita, *A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial*, RDS II, 2010, 3/4, pp. 795-820;
TRIGO DOS REIS, Nuno Tiago, *Os deveres de lealdade dos administradores de sociedades comerciais*, in "Cadernos O Direito", n.º 4, 2009, p. 381;
VASQUES, José, *Estruturas e Conflitos de Poderes nas Sociedades Anónimas*, Coimbra Editora, julho 2007, p. 231;
VELASCO, Gaudencio Esteban, *Goberno Corporativo, Sostenibilidad Y Reputación*, La modificación del deber de diligencia con la referencia al "interés de la empresa" por la ley 5/2021, de 12 de abril, in MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, Alfonso, Y GARCÍA DE DUEÑAS (Dir.), *Gobierno Corporativo, Interés Social y Deberes Fiduciarios de los administradores: evolución y tendencias*, Thomson Reuters, 2022, pp. 82-88.