



***Corporate Governance* nas empresas cotadas na bolsa: uma
comparação entre Portugal e Brasil**

Flávia Denise Oliveira Carvalho

Dissertação de Mestrado

**apresentada ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto
para a obtenção do grau de Mestre em Auditoria, sob orientação de Mestre Carlos
Mendes e coorientação de Mestre Luciane Dagostini**

Versão final (Esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos do júri)

Porto – 2019

**INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO
INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO**



***Corporate Governance* nas empresas cotadas na bolsa: uma
comparação entre Portugal e Brasil**

Flávia Denise Oliveira Carvalho

Dissertação de Mestrado

**apresentada ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto
para a obtenção do grau de Mestre em Auditoria, sob orientação de Mestre Carlos
Mendes e coorientação de Mestre Luciane Dagostini**

Versão final (Esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos do júri)

Porto – 2019

**INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO
INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO**

Dedicatória

“É preciso dizer: eu quero fazer, eu vou ter sucesso, vou lutar e conseguir.”(Olacyr de Moraes)

Ao meus pais, Jorge e Paula, que fizeram sempre tudo o que estava ao seu alcance para que todos os meus sonhos se pudessem realizar e que tiveram que lidar com a distância para que hoje eu conseguisse estar onde estou. Esta conquista, além de minha, é especialmente deles, pois me ensinaram a lutar sempre por aquilo que me faz feliz, seguir os meus sonhos e nunca desistir. São eles as pessoas que me mostraram que nenhuma dificuldade pode atrapalhar o nosso caminho.

À minha irmã, Beatriz, pelo companheirismo, pela amizade e por todo o apoio, que muitas vezes sem saber, ela me deu.

Agradecimentos

“As pessoas entram em nossa vida por acaso, mas não é por acaso que elas permanecem.” (Lilian Tonet)

Durante estes dois anos, tenho a agradecer a todas as pessoas que se cruzaram na minha vida e que de forma consciente ou não, me influenciaram de alguma forma. Todos tiveram um papel especial, principalmente porque esta aventura de dois anos de mestrado foi vivida juntamente com um intercâmbio no Brasil, o que fez com que conhecesse pessoas muito especiais e que demonstraram ter um papel muito importante na minha vida. Apesar da distância irei levar todos eles no coração.

Primeiramente quero agradecer ao Mestre Carlos Mendes e à Mestre Luciane Dagostini pela orientação na elaboração desta dissertação. Tenho que agradecer os ensinamentos de ambos, o apoio e a confiança que depositaram em mim ao aceitarem ser meus orientadores.

Ao Professor Luiz Casagrande, por todo o apoio que me deu desde o primeiro dia em que cheguei à UTFPR-PB, por todos os ensinamentos e por todas as palavras de apoio.

Quero agradecer também a toda a minha família, da qual tirei muitas horas de atenção para poder alcançar o meu sonho.

Aos meus amigos, Tairine, João, Alfredo e Ricardo, que apesar da distância durante estes dois anos, mostraram que amizade não é uma questão de estar perto mas sim uma questão de estar “presente”.

À minha amiga Jéssica, que foi o meu maior apoio durante o meu intercâmbio de 2 anos no Brasil.

E a todos, que se tornaram um pedaço de mim durante estes dois últimos anos.

Obrigada!!

Resumo:

As empresas, para além de geração de lucros, têm como objetivo garantir a sua continuidade e o crescimento dos seus produtos no mercado. Ou seja, cada vez mais as empresas apresentam interesses em oportunidades de internacionalização e os empresários investem nas suas empresas a todos os níveis, para que essas oportunidades surjam. Neste contexto, a adoção de boas práticas de *Corporate Governance*, em português, Governo das Sociedades, é um desses investimentos que os empresários têm feito para alcançarem melhorias e crescimento nas suas empresas. Apesar de se demonstrar importante para todas as empresas, a adoção dessas boas práticas mostra-se principalmente importante para as empresas cotadas na bolsa. Pois, além de estas se promoverem a si mesmas, estas promovem o mercado de capitais onde se inserem.

O objetivo geral deste estudo foi perceber se as empresas portuguesas (PSI 20) e brasileiras (IBRX 50), cotadas nas Bolsa de Valores de ambos os países, aplicam as boas práticas e recomendações de *Corporate Governance*. Foi possível alcançar este objetivo através de uma pesquisa quali-quantitativa, documental e descritiva, comparando informações sobre a adoção das recomendações de *Corporate Governance* presentes nos relatórios anuais das empresas analisadas, entre o período de 2015 a 2017.

Por meio da análise destes relatórios, foi possível perceber que ambos os países apresentam níveis elevados de adoção às recomendações. Em 2015 Portugal apresenta uma percentagem de 92% de adoção das recomendações de *Corporate Governance*, mantendo esse mesmo valor em 2016 e aumentando esse valor para 93% em 2017. No Brasil a percentagem de adoção das recomendações apresenta níveis menores, tendo em 2015 um nível de adoção de 74%, tendo mantido o mesmo valor em 2016 e diminuído para 73% em 2017. Dessa forma conclui-se que apesar dos dois países adotarem um nível elevado de recomendações, Portugal adota um maior número de recomendações de *Corporate Governance* quando comparado com o Brasil.

Palavras chave: *Corporate Governance*, Recomendações de *Corporate Governance*, PSI 20, IBRX 50

Abstract: *Entities have, in addition to generating profits, to ensure their continuity and the growth of their products in the market. In other words, more and more companies have interests in internationalization opportunities and invest in their companies at all levels for these opportunities to emerge. In this context, the adoption of good practices Corporate Governance is one of the investments that managers have made to achieve improvements and growth in their companies. Although it is important for all companies, the adoption of these good practices is especially important for listed companies. For, in addition to promoting themselves, they promote the capital market where they belong. The general objective of this study was to understand whether Portuguese companies (PSI 20) and Brazilian companies (IBRX 50), listed on the Stock Exchange of both countries, apply good practices and recommendations of Corporate Governance. It was possible to achieve this objective through qualitative, documentary and descriptive research, comparing information on the adoption of Corporate Governance recommendations present in the annual reports of the companies analyzed, between the period of 2015 to 2017. Through the analysis of these reports, it was possible to perceive that both countries have high levels of adoption of the recommendations. In 2015 Portugal presents a 92% adoption rate of Corporate Governance recommendations, maintaining this same value in 2016 and increasing it to 93% in 2017. In Brazil the percentage of adoption of recommendations is lower, with 2015 of adoption of 74%, maintaining the same value in 2016 and decreasing to 73% in 2017. In this way, it is concluded that although the two countries adopt a high level of recommendations, Portugal adopts a greater number of Corporate Governance recommendations when compared to Brazil*

Key words: *Corporate Governance, Corporate Governance Recommendations , PSI 20, IBRX 50*

Lista de abreviaturas

BM&FBovespa – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

CA – Conselho de Administração

CF – Conselho Fiscal

CG – *Corporate Governance*

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

FU – Fiscal Único

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBRX 50 – Índice Brasil 50

IPCG – Instituto Português de *Corporate Governance*

N1 – Nível 1 de Governança da BM&FBovespa

N2 - Nível 2 de Governança da BM&FBovespa

NM - Nível Novo Mercado de Governança da BM&FBovespa

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PSI 20 – *Portuguese Stock Index 20*

ROC – Revisor Oficial de Contas

UTFPR – PB - Universidade Tecnológica Federal do Paraná

Índice geral

Introdução	1
Capítulo I – Teoria da Agência	5
Capítulo II – <i>Corporate Governance</i>	8
2.1. Conceitos.....	9
2.2. Modelos de <i>Corporate Governance</i>	11
2.3. <i>Corporate Governance</i> em Portugal	15
2.4. <i>Corporate Governance</i> no Brasil	17
Capítulo III – Metodologia	20
3.1. Enquadramento Teórico	21
3.2. Opção Metodológica	21
3.3. Questão de Investigação	22
3.4. Recolha de Dados	22
Capítulo IV – Análise de Dados	26
4.1 Modelos de <i>Corporate Governance</i>	27
4.2 Avaliação Empresas Portuguesas.....	29
4.3 Avaliação Empresas Brasileiras	39
4.4 Síntese de avaliação	42
V- Conclusão	44
Limitações de Estudo	46
Orientações para Futuras Investigações	46
Referências bibliográficas.....	47
Anexos.....	52
Anexo I – <i>Checklist</i> de Recomendações de <i>Corporate Governance</i> em Portugal (Completo).....	53
Apêndices.....	58

Apêndice I – Percentagem de Adoção às Recomendações de Corporate Governance nas Empresas Portuguesas.....	59
Apêndice II – Adoção de Recomendações das Empresas Portuguesas Ano 2015	60
Apêndice III - Adoção de Recomendações Ano 2016.....	62
Apêndice IV – Adoção de Recomendações Ano 2017	64
Apêndice V – Níveis de <i>Corporate Governance</i> das Empresas Brasileiras.....	66
Apêndice VI –Níveis de <i>Corporate Governance</i> das Empresas Brasileiras.....	67

Índice de Gráficos

Gráfico 1- Adoção das Recomendações de <i>Corporate Governance</i> em Portugal	29
Gráfico 2- Adoção das Recomendações de Votação e Controlo da Sociedade.....	30
Gráfico 3- Adoção das Recomendações de Supervisão e Administração	30
Gráfico 4- Adoção das Recomendações de Fiscalização	31
Gráfico 5- Adoção das Recomendações de Fixação das Remunerações.....	31
Gráfico 6- Adoção das Recomendações de Remunerações.....	32
Gráfico 7- Adoção das Recomendações de Auditoria.....	33
Gráfico 8- Adoção das Recomendações de Conflitos de Interesse e Transações com Partes Relacionadas	33
Gráfico 9 - Adoção das Recomendações de Informação.....	34
Gráfico 10 - Adoção das Recomendações de <i>Corporate Governance</i> no Brasil	41

Índice de Tabelas

Tabela 1- Conceitos de <i>Corporate Governance</i>	10
Tabela 2 - Modelos de <i>Corporate Governance</i>	14
Tabela 3- Regras dos níveis de <i>Corporate Governance</i>	18
Tabela 4- Empresas Portuguesas Avaliadas	23
Tabela 5- Empresas Brasileiras Avaliadas	23
Tabela 6- <i>Checklist</i> Português Resumido	24
Tabela 7- <i>Checklist</i> Brasileiro	25
Tabela 8- Temas abordados nos Códigos de Boas Práticas de <i>Corporate Governance</i> em Portugal e no Brasil	27
Tabela 9 - Recomendações com 100% de adoção nas Empresas Portuguesas em 2015	35
Tabela 10 - Recomendações com 100% de adoção nas Empresas Portuguesas em 2016	36
Tabela 11- Recomendações com 100% de adoção nas Empresas Portuguesas em 2017	37
Tabela 12- Percentual de Empresas Portuguesas que adotam 100% das Recomendações de <i>Corporate Governance</i>	38
Tabela 13- Percentual de Empresas pertencente a cada um dos níveis de <i>Corporate Governance</i> da BM&F Bovespa	39
Tabela 14- Percentual de Adoção das Recomendações de <i>Corporate Governance</i> nas Empresas Brasileiras.....	40
Tabela 15- Percentual de Empresas Brasileiras que adota todas as recomendações de <i>Corporate Governance</i>	42

A presente dissertação insere-se no âmbito do Mestrado em Auditoria e é aplicada ao tema “*Corporate Governance* nas Empresas Cotadas na Bolsa: uma comparação entre Portugal e Brasil”.

Neste capítulo introdutório são delimitados o enquadramento e objeto do estudo, o objetivo do mesmo e a estrutura da dissertação.

Atualmente, as empresas, para além de geração de lucros, têm como objetivo a garantia da sua continuidade e o crescimento dos seus produtos tanto a nível do mercado interno como do mercado externo. Ou seja, cada vez mais as empresas apresentam interesses em oportunidades de internacionalização e investem nas suas empresas a todos os níveis, para que essas oportunidades surjam.

Neste contexto, a adoção de boas práticas de governação empresarial é um dos investimentos que os gestores têm feito para alcançarem melhorias e crescimento nas suas empresas. As boas práticas de *Corporate Governance*, segundo Ramos e Martinez (2006), têm-se mostrado como uma condição essencial para o desenvolvimento das empresas. Apesar de se demonstrar importante para todas as empresas a adoção destas boas práticas mostra-se, principalmente, importante para as empresas cotadas na bolsa. Pois, além de estas se promoverem a si mesmas, estas promovem o mercado de capitais onde se inserem.

Este tema tem-se levantado cada vez mais a nível mundial em virtude da sua aplicabilidade e da importância do mesmo no combate aos conflitos de interesses existentes nas empresas, bem como na melhoria da gestão das mesmas. Estes conflitos de interesse são tratados na Teoria da Agência criada por Jensen e Meckling, em 1976. Sendo que a mesma analisa os conflitos que surgem nas empresas derivados da divergência de interesses entre os gestores e os proprietários das mesmas. Segundo estes autores, existem dois tipos de conflitos de interesse nas empresas, os conflitos entre gestão e propriedade e os conflitos entre credores e acionistas.

Além de mitigarem os conflitos de interesse dentro das organizações, as recomendações de boas práticas de *Corporate Governance* trazem um melhor enquadramento eficaz do governo das sociedades, maior proteção e facilidade no exercício do direito dos acionistas, melhorias no tratamento equitativo dos acionistas e acautela os direitos de outros sujeitos com interesses relevantes na sociedade (OCDE, 2004).

Estas recomendações estão presentes a nível mundial e são aplicadas nas organizações mediante a forma de gestão e cultura de cada uma destas empresas.

Em Portugal, os mecanismos de *Corporate Governance* são regulamentados pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e pelo IPCG - Instituto Português de *Corporate Governance*, que emitem códigos e manuais que auxiliam as empresas na adoção de boas práticas de governo das sociedades.

No Brasil, a entidade regulamentadora das boas práticas de *Corporate Governance* é o IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, que dispõe de manuais com orientações e regula os mecanismos de *Corporate Governance* que as empresas adotam.

O objetivo da pesquisa foi perceber se as empresas portuguesas e brasileiras, cotadas nas Bolsa de Valores de ambos os países, aplicam as boas práticas e recomendações de *Corporate Governance*.

Esta irá ter contribuições práticas e teóricas, das contribuições teóricas podemos destacar o aprofundamento de conhecimento sobre os modelos de prática de *Corporate Governance* pelo mundo, mais especificamente em Portugal e no Brasil. Também, o conhecimento das recomendações de *Corporate Governance* em ambos os países e a perceção de como são aplicadas, permitindo um debate sobre as boas práticas de governação em países que partilham a lusofonia e se esta relação influencia de alguma forma os métodos utilizados em ambos os países.

Na prática, através desta pesquisa será possível apoiar os gestores na compreensão da importância da aplicação das recomendações de *Corporate Governance* nas suas organizações e mostrar de que forma estes podem e devem fazer esta aplicação, de acordo com os códigos de boas práticas de *Corporate Governance* aplicados nos respetivos países. A adoção das melhores práticas de *Corporate Governance*, contribui também para uma melhoria da transparência, credibilidade e tratamento equitativo dos acionistas nas entidades.

A presente dissertação apresenta-se da seguinte forma: no capítulo I é abordado o tema Teoria da Agência, trazendo a definição da mesma, a definição de custos de agência e a sua relação com o *Corporate Governance*, no capítulo II aborda-se o tema *Corporate Governance*, trazendo algumas das suas principais definições, os modelos mundialmente praticados e a sua aplicação em Portugal e no Brasil, no capítulo III é apresentada a

metodologia de pesquisa, no capítulo IV a análise de dados e por fim, no capítulo V as conclusões da pesquisa.

CAPÍTULO I – TEORIA DA AGÊNCIA

Durante as décadas de 60 e 70 foram realizados estudos que descreveram os problemas que surgem durante a partilha de riscos, quando as partes cooperantes apresentam diferentes atitudes e interesses em relação a esta partilha, sendo o estudo de Jensen e Meckling em 1976 um dos mais importantes para o desenvolvimento deste tema. Neste estudo foi apresentada a Teoria da Agência, incluindo o comportamento dos gestores, os custos de agência existentes e estrutura acionista das empresas.

Neste contexto, a teoria da agência veio incluir na literatura o denominado problema de agência, que segundo Borges e Serrão (2005), ocorre quando existem conflitos de interesse entre aqueles que têm a propriedade da organização (sócios) e aqueles que têm o controlo da mesma.

Segundo o IBGC (2007), quando o gestor e o proprietário de uma organização são pessoas diferentes, os interesses daquele que administra a organização nem sempre estão de acordo com o titular da mesma, sendo este o facto que origina os denominados conflitos de agência.

Neste sentido, a Teoria da Agência surge com o objetivo de fazer o titular da entidade entender que irá perder parte dos seus interesses, mas que em compensação irá ter a participação de um administrador profissional na sua organização, tendo então que maximizar os interesses de ambos e por sua vez melhorar o desempenho da sua entidade. Segundo Jensen e Meckling (1976) a Teoria da Agência desenvolve-se então, a partir de três elementos fundamentais:

- Gastos de supervisão do titular da entidade;
- Gastos para garantir que a gestão da entidade não irá prejudicar o proprietário com as suas ações;
- Perdas residuais ou de bem-estar, resultantes da diferença entre as reais decisões do gestor e a decisão que teria maximizado o bem-estar do proprietário.

Dessa forma, Pinto Júnior e Pires (2000) relatam que as informações que a empresa tem sobre si e sobre a sua concorrência são um aspeto fundamental na tomada de decisões. Pelo facto de a propriedade e o controlo da empresa serem separados, a forma de gerir as empresas teve muitas mudanças, e os agentes, na hora de tomar decisões, levam em conta não só os interesses da empresa, mas também os seus.

Ao levar em conta os seus próprios interesses, o gestor pode fornecer informações incompletas ao proprietário da entidade, criando assim assimetria de informação (Nascimento e Reginato, 2008). Esta assimetria de informação, traz para as entidades os denominados conflitos de agência, que são conflitos entre a propriedade e a gestão da entidade, que visam entender qual a melhor forma de administrar o negócio, se segundo a missão, crenças e valores do proprietário ou do gestor.

Como fator de procura de redução dos conflitos de agência, segundo Silveira (2004), surgem as boas práticas de governação nas empresas, que se tratam de um conjunto de mecanismos de transparência e controlo que visam minimizar os gastos decorrentes do problema de agência.

Os gastos decorrentes do problema de agência, segundo Jensen e Meckling (1976), surgem porque nem sempre a gestão das entidades atua de forma consonante com os interesses dos titulares, originando assim conflitos de agência. Estes conflitos conduzem à existência de gastos, podendo ser estes custos de supervisão do comportamento dos gestores e de oportunidade.

Jensen e Meckling (1976) argumentam que os problemas de agência e de monitorização estão presentes em todos os níveis hierárquicos da empresa, assim como nas relações com as partes interessadas. Além dos fatores abordados em relação aos de agência, pode-se dizer que a assimetria informacional e os riscos morais são fatores de forte influência nos gastos de transação como um todo.

Em suma, segundo Carvalho e Rêgo (2010), na relação entre a propriedade e a gestão das empresas, cada uma das partes tenta sempre maximizar o seu benefício, ficando prejudicado aquele que possui menos informação sobre a mesma. Para minimizar estes acontecimentos, são aplicados diversos mecanismos, boas práticas de *Corporate Governance*, com o objetivo de aumentar a transparência das empresas fazendo assim com que gestores e proprietários tenham acesso aos mesmo níveis de informação, minimizando assim os conflitos de agência. Deve ter-se, também, em consideração que por meio dos mecanismos de *Corporate Governance* os acionistas podem monitorar as ações realizadas pelos gestores, bem como acompanhar o desempenho destes na realização das atividades a eles delegadas.

CAPÍTULO II – *CORPORATE GOVERNANCE*

2.1. Conceitos

O tema *Corporate Governance* ganhou notoriedade mundial com os grandes escândalos financeiros nos Estados Unidos da América, como por exemplo, o caso ENRON, em que a empresa de energia apresentou falência em 2001 devido a grandes fraudes na contabilidade e perdeu o seu valor no mercado de ações avaliado em 78 bilhões de dólares. O caso Lehman Brothers, em que o banco de investimentos faliu no ano de 2008, perdendo um valor de 600 bilhões de dólares em ativos e o caso da WorldCom, uma empresa de telecomunicações que faliu devido a grandes fraudes, perdendo os seus ativos avaliados em 103,9 bilhões de dólares.

Estes mesmos escândalos trouxeram prejuízos ao mercado e, dessa forma, chamaram a atenção da sociedade internacional para a relevância do assunto, segundo a perspectiva de Borges e Serrão (2005).

Estes mesmos autores, afirmam, que foi também nos EUA, em 1980, que o conceito de *Corporate Governance* ganhou uma maior importância nas entidades. Os investidores institucionais começaram a mobilizar-se contra instituições que eram administradas de forma irregular, prejudicando os acionistas. Este movimento foi-se expandindo pelo resto do mundo, chegando inicialmente à Inglaterra, estendendo-se de seguida pelo resto da Europa, chegando ao Brasil nos últimos 20 anos.

Existem vários conceitos para *Corporate Governance*, mas em geral, esta surge como um conjunto de boas práticas e relações entre acionistas, administradores, gerentes, auditores e demais partes interessadas da empresa, tendo como principais objetivos a melhoria da gestão e do desempenho das empresas, a melhoria dos processos de decisão por parte das administrações, a melhoria da imagem da instituição no mercado, a facilidade de acesso a capital e por sua vez a diminuição do custo de acesso ao mesmo e também a contribuição para a permanência das instituições no mercado (Borges e Serrão, 2005).

Apesar de não existir um conceito único para *Corporate Governance*, são muitos os autores e organizações que apresentaram algumas definições para este mesmo conceito, no quadro seguinte estão apresentadas algumas das definições existentes de *Corporate Governance*.

Conceitos de Corporate Governance	
Autor	Conceito
Shleifer e Vishny(1997), p. 737.	<i>"A Corporate Governance lida com as formas como os financiadores das empresas garantem que recebem o retorno dos seus investimentos"</i>
OCDE (Abril de 1999), p.11.	<i>"A Corporate Governance é o sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas. A estrutura da Corporate Governance especifica a distribuição dos direitos e das responsabilidades ao longo dos diferentes participantes na empresa - o conselho de administração, os gestores, os acionistas e outros intervenientes - e dita as regras e os procedimentos para a tomada de decisões nas questões empresariais. Ao fazê-lo, fornece também a estrutura através da qual a empresa estabelece os seus objetivos e as formas de atingi-los e monitorizar a sua performance."</i>
Mathiesen (2002),p.311	<i>"A Corporate Governance é uma área da economia que investiga a forma de garantir/motivar a gestão eficiente das empresas, utilizando mecanismos de incentivo como sejam os contratos, os padrões organizacionais e a legislação. O que frequentemente se limita à questão da melhoria do desempenho financeiro, como, por exemplo, a forma como os proprietários das empresas podem garantir/motivar os gestores das empresas a apresentarem uma taxa de retorno competitiva"</i>
CVM – Comissão de Valores Mobiliários (2002), p.1	<i>"Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas."</i>
IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2008), www.ibgc.org.br	<i>"Sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle demais partes interessadas."</i>
Silva, (2006), IPCG, p.66	<i>"(...) o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objetivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, atividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência"</i>
CMVM (1999), disponível em www.cmvm.pt	<i>"(...) sistema de regras e condutas do exercício da direção e do controlo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado"</i>

Tabela 1- Conceitos de *Corporate Governance*
Fonte: Elaborado pela mestranda, 2018

As várias definições apresentadas neste estudo, permitem perceber que *Corporate Governance* é definido na sua generalidade como um conjunto de regras e condutas que definem de que forma as empresas são dirigidas e controladas, com o objetivo de melhorarem o desempenho das entidades e de todas as partes envolvidas e interessadas nas mesmas, garantindo assim a continuidade das empresas.

2.2. Modelos de *Corporate Governance*

Segundo Leal e Camuri (2008), o sistema de *Corporate Governance* é constituído por um conjunto de instituições, convenções culturais e regulamentos. Os modelos de *Corporate Governance* são diferenciados pelas suas características e desenvolvimentos, sendo cada um deles associado a grupos de países mediante o estilo de governação de cada um. Aqueles autores identificam assim cinco modelos de *Corporate Governance*, o Anglo-Saxónico, o Alemão, o Japonês, o Latino-Europeu e o Latino-Americano.

No modelo anglo saxónico, os processos e as tomadas de decisão são orientados principalmente pelo mercado. O comportamento das entidades que utilizam este método é orientado para o lucro apresentando também uma estrutura acionista fragmentada. Neste modelo, as entidades apresentam os seguintes órgãos de gestão: Assembleia Geral, Conselho Fiscal e Conselho de Administração.

No Conselho de Administração, está também incluída uma Comissão de Auditoria e um ROC - Revisor Oficial de Contas, sendo que a fiscalização é feita pelo próprio órgão (Batista, 2009). A forma de estrutura acionista destas entidades, exige a adesão a padrões contabilísticos certificados, como forma de proteção dos acionistas (Leal e Camuri, 2008). Neste modelo, segundo Andrade e Rosseti (2004), o *Corporate Governance* é entendido como o código de boas práticas de *Corporate Governance* emitido pelo mercado de capitais e por investidores institucionais.

No modelo alemão, parte do capital das entidades é controlado pelos sócios maioritários e pelos bancos, servindo estes últimos como principais intermediários entre os credores e os sócios (Leal e Camuri, 2008). As entidades que adotam este modelo, apresentam concentração de ações e um modelo de propriedade mais fechado, apresentam gestão partilhada entre empresas e acionistas e são abertas a diversos interesses, tanto de acionistas maioritários como minoritários. Neste modelo os acionistas, as organizações sindicais e os empregados representam os membros de um conselho supervisor que elege

o Conselho de Administração, que tem como tarefa a gestão da empresa, as decisões estratégicas e o controlo dos resultados operacionais (Andrade & Rossetti, 2006).

No modelo japonês, os bancos são os principais financiadores das entidades que o adotam, são também estes que orientam financeiramente as entidades e informam e dirigem as estratégias (Andrade & Rossetti, 2006). A proteção legal dos acionistas minoritários constitui aqui uma medida de sustentação das relações de longo prazo na medida em que as participações minoritárias atuam de forma conjunta para se poderem proteger. Por força da existência de uma gestão associada às decisões obtidas por meio de vários interesses os acionistas não são, neste modelo, os principais agentes (Leal e Camuri, 2008).

No modelo Latino-Europeu, em que a propriedade é muito concentrada, as entidades são maioritariamente de carácter familiar, o que se reflete na relação estabelecida entre a propriedade e a gestão, que determina não só a forma como são compostos os Conselhos de Administração (CA) e as respetivas regras de funcionamento, como uma redução significativa dos níveis de conflito que levam à desapropriação dos pequenos acionistas (Lira Campos, 2015,).

Na verdade, das várias características deste modelo, cabe destacar a união de empresas de grupos familiares e de empresas estatais, facto que determina que os conflitos de agência surjam ao nível da desapropriação e não dos tradicionais conflitos que envolvem diretamente acionistas e gestores.

É um modelo constituído por três órgãos, a Assembleia Geral (AG), o Conselho de Administração (CA) e o Conselho Fiscal (CF) ou Fiscal Único (FU) que, tratando-se de um modelo latino reforçado, inclui um ROC (Lira Campos, 2015).

Os membros do CA são executivos e não executivos, enquanto os do CF devem ser maioritariamente independentes e possuir qualificações e experiência suficiente para o exercício firme da sua função. Entende-se neste contexto por membro independente aquele cujos interesses não se encontrem associados a qualquer grupo nem seja suscetível de ver influenciada a sua isenção. De referir ainda que, neste modelo, a Assembleia Geral (AG) tem poder suficiente para, a qualquer momento, retirar membros do CA (Batista, 2009).

O modelo Latino – Americano dá primazia à concentração da propriedade e ao controlo dos acionistas. Em conformidade, a gestão é atribuída ao sócio maioritário, na maior parte das vezes identificado por meio de grupos familiares ou consórcios que mantêm o controlo privado. Este modelo caracteriza-se, ainda, pelo predomínio de estruturas piramidais, participações cruzadas e emissão de ações sem direito de voto (Leal e Camuri, 2008).

A constituição dos membros do CA é feita por influência da relação propriedade-gestão, uma vez que na maior parte dos casos os membros têm uma determinada relação com o controlo por vínculo familiar, por interesses fora da empresa ou, inclusive, por relações feitas por meio de negócios (Andrade & Rossetti, 2006).

Não podemos afirmar que nenhum dos modelos é perfeito, sendo que cada um se adapta às características das entidades que o adotam. Na tabela seguinte (tabela 3), são apresentadas as principais características que definem cada um dos modelos citados anteriormente.

Características	Anglo-Saxónico	Alemão	Japonês	Latino Europeu	Latino Americano
Fontes de Financiamento Preferenciais	Emissão de Ações	Empréstimos Bancários	Empréstimos Bancários	Indefinida	Empréstimos Bancários
Propriedade e Controlo	Dispersa	Concentrada	Concentrada	Concentrada	Fechada
Propriedade e Gestão	Separada	Sobreposta	Sobreposta	Sobreposta	Sobreposta
Conflito de interesses	Acionista/ Direção	Credor/ Acionista	Credor/ Acionista	Maioritários/ Minoritários	Maioritários/ Minoritários
Proteção dos Interesses Minoritários	Forte	Baixa	Baixa	Fraca	Fraca

Conselho de Administração	Atuante (foco em Direitos)	Atuante (foco em Operações)	Atuante (foco em Estratégias)	Pressão (para Maior Eficácia)	Vínculos (com Gestão)
Liquidez da Participação Acionista	Alta	Baixa	Baixa	Baixa	Especulativa e Oscilante
Forças de controle mais atuante	Externas	Internas	Internas	Internas migrando para Externas	Internas
Corporate Governance	Estabelecido	Estabelecido	Baixa ênfase	Alta ênfase	Embrionário
Abrangência dos Modelos de CG	Baixa	Alta	Alta	Media	Em transição
Orientação do Sistema	Mercado	Constituintes	Constituintes	Constituintes	Constituintes
Estrutura do órgão de Administração	Monista	Dualista	Monista	Monista	Monista
Importância do mercado de capitais na economia nacional	Elevada	Moderada/Elevada	Elevada	Moderada	Moderada
Remuneração dos gestores (indexação ao desempenho)	Alta	Baixa	Moderada	Baixa	Baixa

Tabela 2 - Modelos de *Corporate Governance*
Fonte: Adaptado a partir de (Esperança et al., 2011, p. 118)

Os modelos de *Corporate Governance* apresentam principalmente diferenças quanto à origem dos seus financiamentos, à separação da propriedade e da gestão e à importância que o mercado de capitais apresenta para as empresas que aplicam os respectivos modelos. Estes são aplicados mediante a cultura e o formato de cada empresa e o modelo de gestão aplicado na mesma e são responsáveis pela geração de bons resultados para a empresa quando são adotados.

2.3. *Corporate Governance* em Portugal

Com o desenvolvimento do tema *Corporate Governance* a nível internacional, a Comissão de Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM) procurou aplicar as resoluções sobre o mesmo no contexto português. Em Portugal, a iniciativa de elaboração de um código de governo das sociedades pertenceu então à CMVM com a aprovação em 1999 das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas. O processo que conduziu à primeira versão das Recomendações, em 1999, procurou aumentar a transparência das práticas de governação das sociedades cotadas nacionais.

Foi tido em conta, portanto, o facto de a informação constituir um poderoso meio de elevação dos padrões de comportamento de todos os envolvidos no governo societário (Moreira, Gonçalves e Oliveira, 2001). Apesar das recomendações de 1999, se destinarem em primeiro lugar às sociedades com ações cotadas na bolsa e aos investidores institucionais, destinavam-se a serem seguidas também pelas demais sociedades.

Com a publicação destas recomendações, foi pedido às sociedades com ações cotadas e aos seus investidores institucionais que mencionassem qual o grau de adoção das recomendações e respetiva fundamentação em anexo ao seu relatório anual de gestão, para ser percebido de que forma as organizações aderiam ou não as estas recomendações (Moreira, Gonçalves e Oliveira, 2001).

Segundo os mesmos autores, em 2001, verificou-se que apesar de a prática das recomendações ter aumentado por parte das sociedades, não se verificava ainda uma adesão total e que apesar de se ter pedido a divulgação do grau de adoção destas recomendações, muitas vezes a informação ou não era prestada ou era apresentada de forma desigual ou insuficiente. Motivo esse, que fez com que a CMVM tivesse decidido impor às sociedades cotadas a obrigação da divulgação pública e anual do grau de cumprimento destas recomendações, fornecendo um modelo de relatório anual sobre o governo da sociedade para ser preenchido em anexo ao relatório de gestão.

Em 2003, a CMVM submeteu à consulta pública um conjunto de alterações às Recomendações em vigor e ao Regulamento nº7/2001. Este processo de consulta dirigiu-se não só às sociedades cotadas, mas também a auditores, juristas, entidades gestoras de mercado, associações representativas de profissionais e autoridades de supervisão e teve uma adesão muito significativa. As posições recolhidas foram analisadas pela CMVM e várias delas foram acolhidas e transpostas para os textos finais. Já em 2003, foi publicado

o documento que resultou deste processo de consulta, denominado ‘Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas’.

Em janeiro de 2013, foi, pela primeira vez, aprovado um código de governo societário de iniciativa privada: o Código de *Corporate Governance* do Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG). Em julho do mesmo ano, são também publicados o Regulamento da CMVM n.º 4/2013 e uma nova versão do código de governo das sociedades da CMVM. No preâmbulo do Código de Governo das Sociedades do IPCG é referido tratar-se de um código de adesão voluntária assentando também no pressuposto de que a explicação para o não cumprimento deve permitir uma valoração dessas razões em termos que a tornem materialmente equivalente ao cumprimento da recomendação (CMVM, 2013).

Na elaboração deste código, houve a preocupação de o tornar adaptável às realidades muito heterogéneas das empresas suas destinatárias. Para tal, é permitida a variação do conteúdo de algumas recomendações em função da dimensão da sociedade e dada a possibilidade de, através de regulamento interno, a sociedade poder ajustar determinados aspetos relevantes para o governo societário.

A novidade da nova orientação portuguesa encontra-se referida no artigo 2.º do Regulamento da CMVM n.º 4/2013, segundo o qual os emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal podem, em alternativa ao da CMVM, passar a adotar outro código de governo societário emitido por entidade vocacionada para o efeito, nomeadamente o do IPCG, devendo essa escolha ser devidamente justificada no relatório de governo societário.

2.4. Corporate Governance no Brasil

Segundo o IBGC (2004), nos últimos anos, a adoção das melhores práticas de *Corporate Governance* tem-se expandido tanto nos mercados desenvolvidos quanto nos em desenvolvimento, como é o caso do Brasil. Isso ocorreu devido à globalização, às privatizações e à desregulamentação da economia Brasileira.

O Primeiro Código de Governança Corporativa foi elaborado e publicado pelo IBGC, no ano de 1999. Este código continha informações sobre o Conselho de Administração e sua conduta esperada. Já em 2002, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) publicou um relatório com o tema “Governança”, que consistia num edital para administradores, conselheiros, acionistas controladores, minoritários e auditores independentes e tinha como objetivo orientar sobre as questões que afetavam o relacionamento de todos estes agentes (Bianchi, et al., 2009).

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa foi criado para organizações empresariais. Mas ao longo da elaboração, fez-se a opção por idealizar a palavra “organização” para tornar possível e adaptável a qualquer tipo de organização, independentemente da dimensão, natureza jurídica ou tipo de controle (IBGC, 2009). Conforme Santos (2012), o código possui um conteúdo amplo, tomando por base os principais órgãos que compõe o sistema de gestão de Governança Corporativa. Sendo assim o código foi dividido em seis capítulos, onde cada capítulo aborda práticas e recomendações para cada órgão do sistema de governança das organizações. E o último capítulo trata de padrões de conduta e comportamento, aplicáveis a um ou mais agentes, além de propor políticas e práticas para evitar conflitos de interesses e mau uso de ativos e informações relativas a organizações.

O “Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa” editado pelo IBGC teve a sua última edição no ano de 2015. Tendo como objetivo principal contribuir para a criação de melhores sistemas de *Corporate Governance* nas organizações, visando o seu bom desempenho e longevidade. Este veio contribuir para o uso consciente e efetivo dos instrumentos de governação nos mais diversificados temas, como corrupção, fraude e também nos relacionamentos que as organizações estabelecem com os mais diversificados públicos. Fez, também, com que o *Corporate Governance* ampliasse o olhar dos *stakeholders* das empresas, reforçando a importância das boas práticas de *Corporate Governance* nas mesmas e da ética nos negócios.

Para além do código do IBGC, o Brasil conta também com os Regulamentos de listagem dos diferentes níveis de governação, editados pela *BM&FBovespa*. Estes regulamentos, incluem as regras que devem ser adotadas para as empresas aderirem e se manterem em cada um dos níveis de *Corporate Governance* existentes, Novo Mercado (NM), Nível 2 (N2) e Nível 1 (N1).

De entre muitas regras existentes nesses mesmos regulamentos, segue na Tabela abaixo as principais regras de cada um dos níveis de *Corporate Governance*.

	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Percentual Mínimo de Ações em Circulação	No mínimo 25% de ações em circulação	No mínimo 25% de ações em circulação	No mínimo 25% de ações em circulação
Características das Ações Emitidas	Permite a existência de ações Ordinárias (ON) e preferenciais (PN)	Permite a existência de Ordinárias (ON) e preferenciais (PN) (com direitos adicionais)	Permite a existência de somente ações Ordinárias(ON)
Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	Facultativo	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS
Concessão de Tag Along (mecanismo de proteção a acionistas minoritários de uma entidade que lhes garante o direito de deixarem uma sociedade, caso o controle da companhia seja adquirido por um investidor que até então não fazia parte da mesma)	80% para ações Preferenciais (conforme legislação)	100% para ações Ordinárias (ON) e 80% para ações para ações Preferenciais (PN)	100% para ações Ordinárias (ON)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Facultativo	Obrigatório	Obrigatório

Tabela 3- Regras dos níveis de *Corporate Governance*
Fonte: Adaptada do site da BM&FBovespa

Após a análise da tabela 3 é possível verificar que as empresas do N1 se centram, principalmente, nas melhorias na prestação de informação ao mercado e na dispersão acionista, as empresas que se encontram no N2 além de cumprirem as regras equivalentes às empresas que se encontram no N1, estas tem obrigação de adotar recomendações de *Corporate Governance* mais exigentes e ainda apresentarem direitos adicionais para os acionistas minoritários. Já no NM, nível mais exigente da BM&FBovespa, as empresas comprometem-se com a adoção de práticas mais exigentes de *Corporate Governance* e divulgação de informações financeiras para além do que é exigido pela lei.

3.1. Enquadramento Teórico

Segundo Lehfeld (1991), a pesquisa é o procedimento sistemático e intensivo que tem por objetivo descobrir e interpretar os fatos que estão inseridos numa determinada realidade. Quanto à abordagem do problema Beuren e Raupp (2003) situam as pesquisas em qualitativa e quantitativa.

Para Minayo (2001, p.22), a pesquisa qualitativa *“trabalha com o universo dos significados, motivos, aspirações, crenças, valores e atitudes, o que corresponde a um espaço mais profundo das relações, dos processos e nos fenômenos que não podem ser reduzidos à operacionalização de variáveis”*.

Segundo Fonseca (2002), a pesquisa quantitativa considera que a realidade só pode ser compreendida com base na análise de dados brutos, recorrendo à linguagem matemática para descrever as causas de um fenómeno, as relações entre variáveis, entre outras.

O método misto, também designado como quali-quantitativo, advém da união dos métodos quantitativo e qualitativo. Ele une as potencialidades e capacidades desses dois métodos, permitindo ao pesquisador expandir a sua descrição, explicação e compreensão do objeto em estudo, o que assegura maior confiabilidade aos resultados encontrados (Triviños, 2009).

3.2. Opção Metodológica

Esta pesquisa pode ser classificada como quali-quantitativa, pois para além de fazer análise documental, apresenta também análises que recorrem à linguagem matemática descritiva para avaliação dos dados recolhidos.

Considerando os objetivos descritos para este trabalho, é possível caracterizá-lo como uma pesquisa documental, que é um procedimento metodológico baseado principalmente em fontes escritas, que são, quase sempre, a base do trabalho de investigação. Dependendo do objeto de estudo e dos objetivos da pesquisa, pode se caracterizar como principal caminho de concretização da investigação ou se constituir como instrumento metodológico complementar. Apresenta-se como um método de escolha e de verificação de dados; visa o acesso às fontes pertinentes, e, a esse título, faz parte integrante da heurística de investigação. Portanto, a pesquisa documental, bem como outros tipos de pesquisa, propõe-se a produzir novos conhecimentos, criar novas formas de compreender

os fenómenos e dar a conhecer a forma como estes têm sido desenvolvidos (Silva, Almeida e Guindani, 2009).

3.3. Questão de Investigação

O objetivo geral da presente dissertação é verificar se as empresas cotadas nas bolsas de valores portuguesas e brasileiras aderem às boas práticas e recomendações de *Corporate Governance* aplicadas nos seus países.

Para alcançar o objetivo geral, foram delineados os seguintes objetivos específicos:

1. Conhecer os modelos de *Corporate Governance* aplicados em Portugal e no Brasil, identificando, por sua vez, as semelhanças e diferenças entre estes modelos.
2. Verificar quais as boas práticas e recomendações de *Corporate Governance* existentes em Portugal e no Brasil;
3. Verificar quais as boas práticas e recomendações que são cumpridas por parte das empresas portuguesas e brasileiras cotadas na bolsa de valores.

Tendo como questão de investigação:

As empresas portuguesas e brasileiras, cotadas nas Bolsa de Valores de ambos os países, aplicam as boas práticas e recomendações de *Corporate Governance*?

3.4. Recolha de Dados

A população deste estudo compreende algumas das entidades cotadas nas bolsas de valores de Portugal e do Brasil. Estas entidades foram selecionadas através dos índices de avaliação Portuguese Stock Index 20 (PSI20) e Índice Brasil 50 (IBRX 50).

O PSI20 é o principal índice da bolsa de valores portuguesa, sendo composto pelas ações das vinte maiores empresas cotadas nesta mesma bolsa. Já o IBRX 50 é um indicador do desempenho médio das cotações dos 50 ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro. Portanto, o universo da pesquisa é composto de 20 empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa e 50 empresas cotadas na bolsa de valores brasileira.

Deste universo extraiu-se a amostra, que será o objeto de estudo da presente pesquisa, composta por 16 empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa e 38 cotadas na bolsa de valores brasileira. Estas são menores que o universo pesquisado, pois, para esta

pesquisa foram excluídas as empresas de carácter financeiro, por apresentarem regras de *Corporate Governance* diferentes das entidades dos outros setores. A amostra é apresentada nas tabelas 4 e 5.

Empresas Portuguesas Avaliadas	
ALTRI SGPS	J. MARTINS, SGPS
CORTICEIRA AMORIM	MOTA ENGIL
CTT CORREIOS PORT	NOS, SGPS
EDP	PHAROL
EDP RENOVAVEIS	REN
F. RAMADA - INVESTIMENTOS SGPS SA	SEMAPA
GALP ENERGIA-NOM	SONAE
IBERSOL, SGPS	THE NAVIGATOR COMP

Tabela 4- Empresas Portuguesas Avaliadas
Fonte: Relatórios Anuais das Empresas Avaliadas (2018)

Empresas Brasileiras Avaliadas	
EMBRAER	SUZANO PAPEL
CCR SA	BRADESPAR
RUMO S.A.	VALE
BRF SA	BRASKEM
JBS	GERDAU
AMBEV S/A	SID NACIONAL
P. ACUCAR-CBD	USIMINAS
NATURA	COSAN
LOJAS AMERIC	PETROBRAS
LOJAS RENNER	ULTRAPAR
MAGAZ LUIZA	HYPERA
VIAVAREJO	RAIADROGASIL
MRV	QUALICORP
ESTACIO PART	TELEF BRASIL
KROTON	TIM PART S/A
LOCALIZA	SABESP
SMILES	CEMIG
FIBRIA	ELETROBRAS
KLABIN S/A	EQUATORIAL

Tabela 5- Empresas Brasileiras Avaliadas
Fonte: Relatórios Anuais das Empresas Avaliadas (2018)

Os dados secundários levantados nesta pesquisa foram coletados no ano de 2018, através dos sites das empresas avaliadas, do site da BM&FBovespa e do código da CMVM 2013. Foram analisadas três fontes de informação: os relatórios anuais e de contas de 2015 a 2017, as regras do código da CMVM 2013 e os regulamentos de listagem da BM&FBovespa.

Para classificar esses dados optou-se pela utilização de duas escalas que têm como função mensurar o nível de conformidade ou aderência às regras de *Corporate Governance*. A primeira escala teve o objetivo de avaliar a conformidade das empresas portuguesas com

as regras de *Corporate Governance* presentes no código da CMVM 2013 por meio da elaboração de um checklist. Este *checklist* foi baseado nas recomendações do código da CMVM 2013, pois é a partir deste que as empresas apresentam nos seus relatórios anuais o nível de conformidade com as recomendações de *Corporate Governance*.

Na tabela seguinte é apresentado os *checklist* resumido criado para a avaliação da adoção das recomendações de *Corporate Governance* pelas empresas portuguesas.

Checklist Português (Resumido)
I – Votação e Controlo da Sociedade
II – Supervisão, Administração e Fiscalização
II.1. Supervisão e Administração
II.2. Fiscalização
II.3. Fixação de Remunerações
III – Remunerações
IV – Auditoria
V – Conflitos de interesse e transações entre partes relacionadas
VI – Informação

Tabela 6- *Checklist* Português Resumido

Fonte: adaptado do Código de Governo das Sociedades da CMVM (2013), pag.1 a 7

Já a segunda escala teve o objetivo de verificar a aderências das empresas brasileiras às regras de *Corporate Governance*, identificando em que nível de *Corporate Governance* da BM&FBovespa elas se encontram, para ser possível identificar que regras elas cumprem, ou seja, identificando o seu nível podemos verificar a qual regulamento da BM&FBovespa elas obedecem. Para avaliar a conformidade das empresas brasileiras com a adoção das recomendações de *Corporate Governance*, foi criado um *checklist* de avaliação baseado no código do IBGC e no quadro de comparativo dos segmentos de listagem da BM&FBovespa. Este é apresentado na tabela seguinte.

Checklist Brasileiro de Adesão às Recomendações de Corporate Governance
A companhia possui 100% de ações ordinárias.
A companhia possui, no mínimo, 25% do capital em circulação (<i>free float</i>).
Obrigações do Conselho de Administração em manifestar-se sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia
Realização de ofertas públicas que favoreçam a dispersão de capital;
Conselho de Administração é composto por, no mínimo, 5 membros, em que pelo menos 20% deles são independentes;
Obrigatoriedade de reunião pública anual e calendário de eventos corporativos;
A companhia estabelece em estatuto, regras específicas, visando a transparência e equidade de tratamento no caso de alienação de controle. Concede <i>tag along</i> de 100%, independentemente da espécie ou classe das ações.
As funções da presidência do conselho de administração e da diretoria executiva são exercidas por diferentes indivíduos.
A companhia possui um código de conduta e/ou ética elaborado pela diretoria e aprovado pelo conselho de administração
É obrigatória a adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado.
No caso de existir comitê de auditoria, este deve ser composto por no mínimo 3 membros, sendo pelo menos 1 conselheiro independente da companhia
Deve apresentar as demonstrações financeiras anuais no padrão internacional (Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional (US GAAP ou IFRS))

Tabela 7- Checklist Brasileiro

Fonte: Adaptado do Código do IBGC e quadro de comparativo dos segmentos de listagem da BM&FBovespa

Para iniciar a análise dos dados irá ser feita uma comparação das características dos modelos de *Corporate Governance* aplicados em cada um dos países. Seguidamente, irá ser avaliado se as empresas cotadas na bolsa de Portugal e Brasil adotam as recomendações presentes nos *checklist*. Por último irá ser avaliada a percentagem de empresas que adota cada um dos pontos do *checklist*, sendo no fim analisada o percentual das mesmas que adota 100% das recomendações a si aplicadas. Ao fazer esta avaliação, será possível comparar em qual dos países existe um maior número de empresas com um percentual de 100% de adesão às recomendações, sendo assim possível comparar o nível de adesão dos dois países às recomendações de *Corporate Governance*.

4.1 Modelos de *Corporate Governance*

Neste segmento iremos entender qual dos modelos de *Corporate Governance* é aplicado em cada um dos países avaliados e quais as diferenças entre esses modelos, entendendo o porquê de cada um deles ser aplicado.

Após a pesquisa foi possível entender que em Portugal o modelo de *Corporate Governance* adotado é o latino-europeu, enquanto que no Brasil é aplicado o latino-americano. O modelo aplicado em Portugal apresenta como característica principal a predominância de empresas familiares e do estado, apresentando também um controle societário concentrado. No modelo aplicado no Brasil é apresentado também um controle societário concentrado, existindo predominância de empresas familiares e consórcios que controlam as sociedades. É possível afirmar, que ambos os países adotam formas de governação idênticas. Apesar de a governação de ambos os países coincidir em muitas das suas características, em cada um deles existem recomendações e regras de boas práticas de *Corporate Governance* diferentes, pois cada dos países adapta o modelo utilizado à cultura empresarial do seu país. Na tabela 8, estão apresentados os temas que são abordados em ambos os códigos que guiam as empresas na aplicação de boas praticas de *Corporate Governance*.

Portugal	Brasil
Votação e Controlo da Sociedade	Sócios
Supervisão, Administração e Fiscalização	Conselho de Administração
Supervisão e Administração	Diretoria
Fiscalização	Órgãos de Fiscalização e Controlo
Fixação de Remunerações	
Remunerações	
Auditoria	
Conflitos de interesse e transações entre partes relacionadas	Conduta e Conflito de Interesses
Informação	

Tabela 8- Temas abordados nos Códigos de Boas Práticas de *Corporate Governance* em Portugal e no Brasil

Fonte: Código das melhores práticas de Governança Corporativa e Código do Governo das Sociedades da CMVM

Após a análise da tabela – “Temas abordados nos Códigos de Boas Práticas de *Corporate Governance* em Portugal e no Brasil”, é possível entender, que apesar de os modelos de *Corporate Governance* nos dois países serem idênticos, as recomendações de boas práticas de *Corporate Governance* de ambos os países abordam temas diferentes.

Em Portugal as recomendações abordam, principalmente, os temas de votação e controlo da sociedade, supervisão, fiscalização e administração, remunerações, conflitos de interesse e informação divulgada, enquanto que no Brasil os temas abordados recaem sobre sócios, composição e regras do conselho de administração e da diretoria, apresentando em comum com as recomendações de *Corporate Governance* em Portugal, os temas de fiscalização e controlo e conflito de interesses.

As diferenças entre as recomendações de boas práticas de *Corporate Governance* podem ser explicadas pela existência de diferenças na estrutura societária dos dois países, o que faz com que cada um deles tenha que demonstrar preocupação com diferentes assuntos dentro das organizações.

Em Portugal a estrutura acionista é caracterizada por ser concentrada e as entidades serem controladas, principalmente por grupos familiares. Apesar de apresentarem uma estrutura concentrada, as empresas portuguesas não apresentam direitos especiais para diferentes tipos de titulares de ações das mesmas.

No Brasil, a estrutura acionista é também caracterizada por ser concentrada, mas, ao contrário do que acontece em Portugal, as empresas brasileiras apresentam direitos distintos para acionistas majoritários e acionistas minoritários, existindo pouca proteção em relação aos sócios minoritários das entidades, o que faz com que o principal conflito de agência dentro das empresas brasileiras, seja a separação da propriedade e controlo entre sócios majoritários e minoritários.

4.2 Avaliação Empresas Portuguesas

Na Figura 1 está representado o percentual de recomendações de *Corporate Governance* que cada uma das empresas portuguesas avaliadas adota ao longo dos anos de 2015, 2016 e 2017.

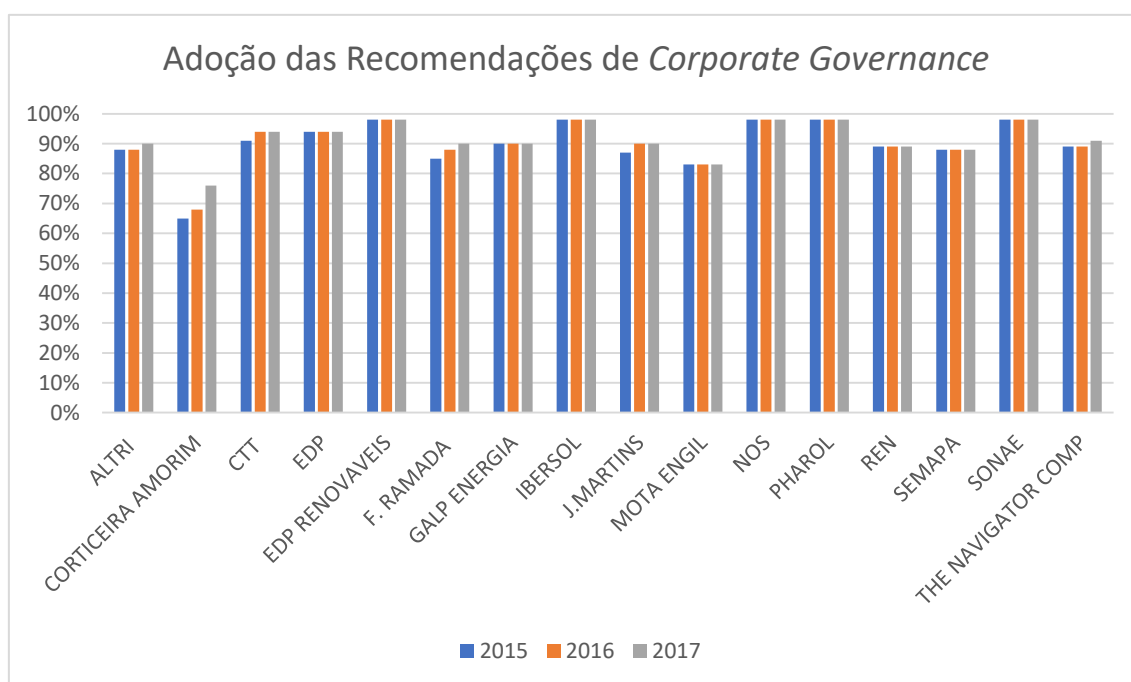


Gráfico 1- Adoção das Recomendações de *Corporate Governance* em Portugal

Neste gráfico, podemos observar que não existiram grandes variações nos percentuais de adoção das recomendações ao longo dos anos e que na maior parte das empresas, a adoção das recomendações é superior a 60%.

As empresas portuguesas que adotaram um maior número das recomendações de *Corporate Governance* ao longo dos 3 anos foram os CTT, a EDP, a EDP Renováveis, a Ibersol, a NOS, a Pharol e a SONAE, mas todas elas apresentaram o elevado nível de adoção.

Tal como já mencionado, as recomendações da CMVM (2013) apresentam-se divididas por temas. Existem 8 temas, são estes, votação e controlo da sociedade, supervisão e administração, fiscalização, fixação de remunerações, remunerações, auditoria, conflitos de interesse e transações com partes relacionadas e informação. Nos próximos gráficos

apresentados, podemos observar a adoção das recomendações de *Corporate Governance* por temas ao longo dos três anos avaliados.

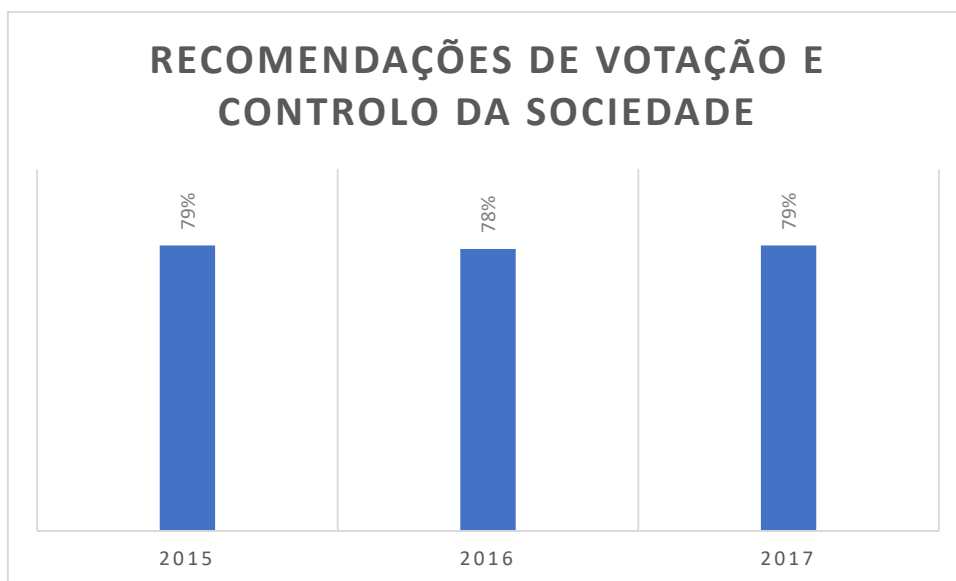


Gráfico 2- Adoção das Recomendações de Votação e Controlo da Sociedade

No gráfico 2 é possível avaliar a adoção das recomendações de *Corporate Governance* sobre o tema de votação e controlo da sociedade, de 2015 a 2017 não existiram alterações significativas em relação à adoção destas mesmas recomendações, tendo-se mantido entre os 78% e 79%, o percentual das empresas que cumpriam as mesmas.

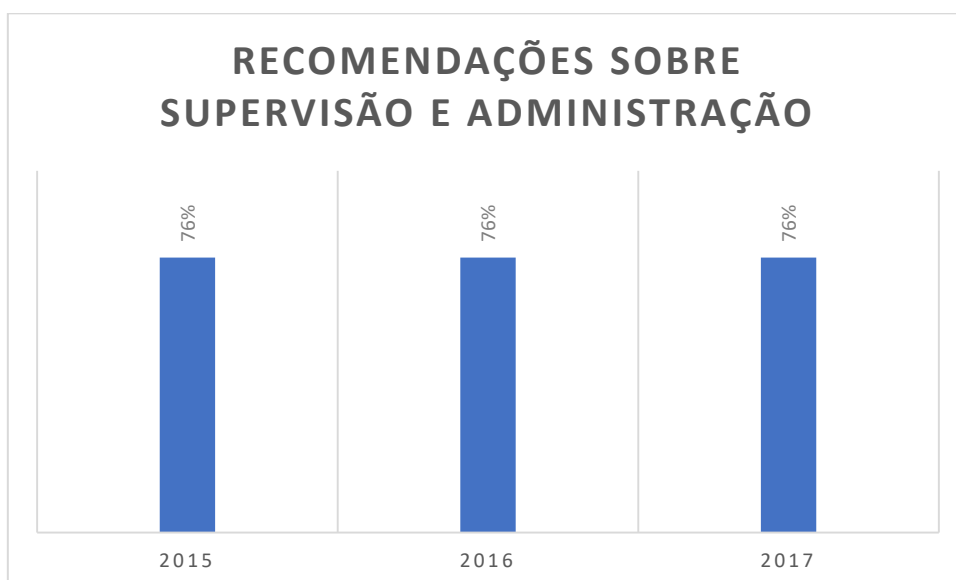


Gráfico 3- Adoção das Recomendações de Supervisão e Administração

No gráfico 3 é apresentado o percentual de adoção das recomendações de *Corporate Governance* sobre Supervisão e Administração durante os três anos avaliados. É possível verificar que ao longo destes anos não existiram flutuações, tendo-se o percentual de 76%

se mantido no que se refere à adoção destas mesmas recomendações por parte das empresas.

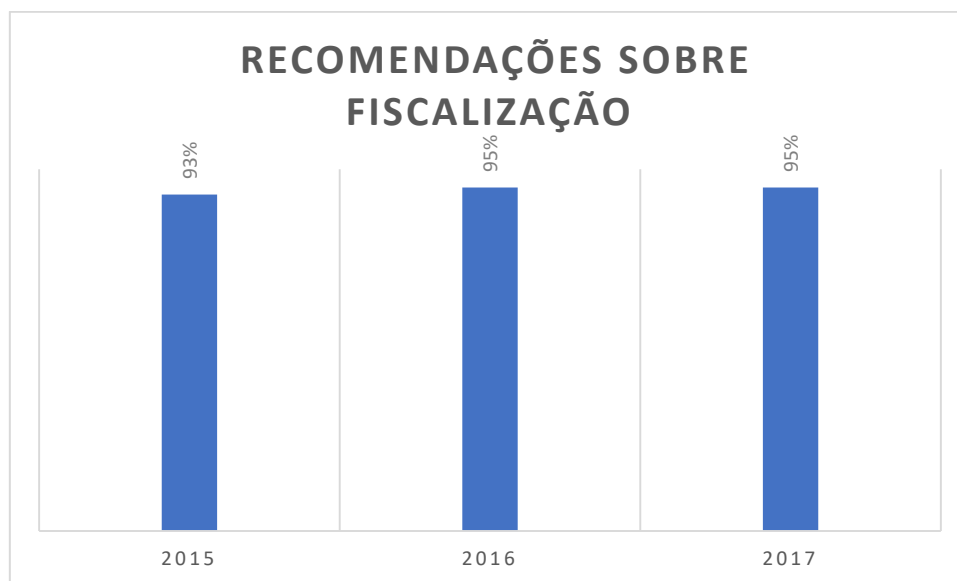


Gráfico 4- Adoção das Recomendações de Fiscalização

No gráfico 4 são apresentadas as percentagens de adoção das recomendações de *Corporate Governance* sobre fiscalização desde o ano 2015 até ao ano 2017. É possível verificar que ao longo destes anos não existiram grandes variações, sendo que em 2015 o percentual de adoção era de 93%, tendo em 2016 aumentado para 95%, mantendo-se em 2017, com o mesmo percentual.

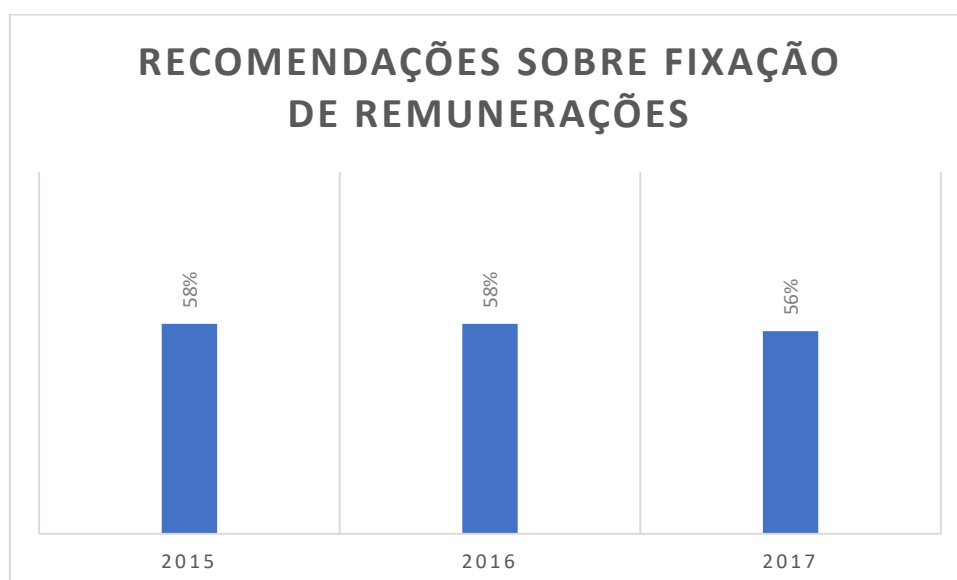


Gráfico 5- Adoção das Recomendações de Fixação das Remunerações

No gráfico 5 estão apresentadas as percentagens de adoção das recomendações de *Corporate Governance* sobre a fixação de remunerações. Ao longo dos primeiros dois anos estudados, 2015 e 2016, não existiram alterações, tendo este percentual se mantido nos 58%, mas, no ano de 2017 existiu um decréscimo, pouco significativo, tendo este percentual caído para os 56%.

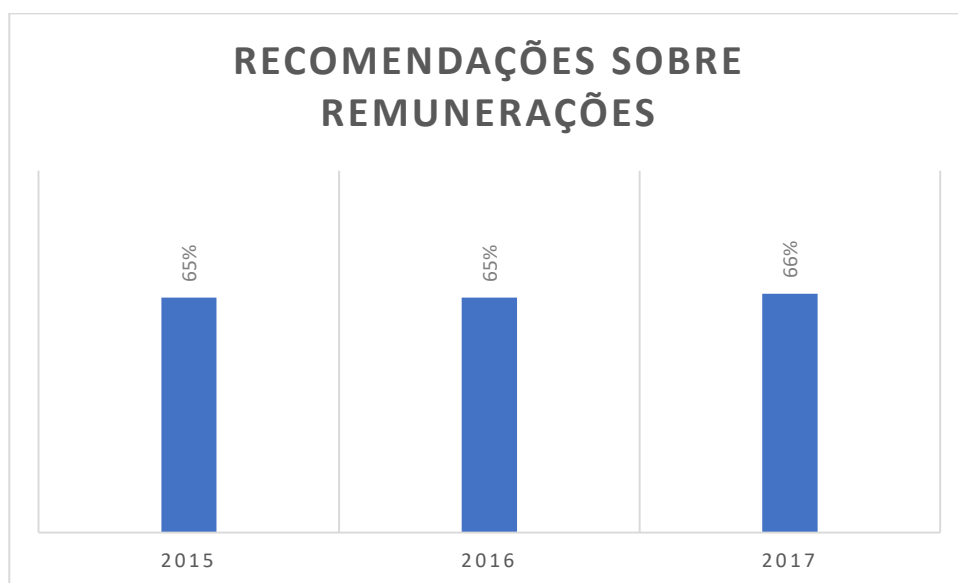


Gráfico 6- Adoção das Recomendações de Remunerações

No gráfico 6 são apresentados os percentuais de adoção das recomendações de *Corporate Governance* sobre o tema Remunerações. Durante os três anos não existiram grandes alterações, mantendo-se nos dois primeiros anos o percentual de 65% e aumentando para 66% no último ano.

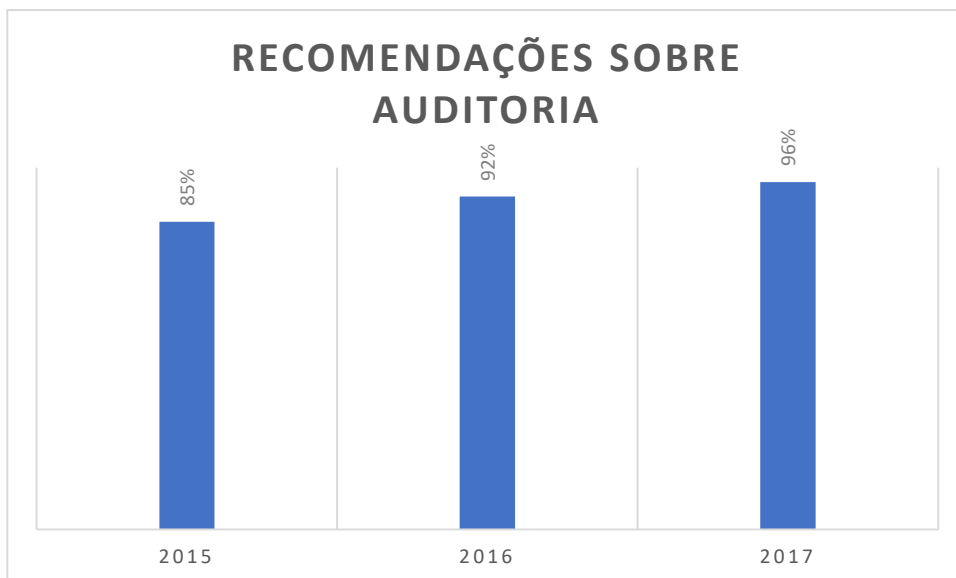


Gráfico 7- Adoção das Recomendações de Auditoria

No gráfico 7 são apresentados os percentuais de adoção das recomendações de *Corporate Governance* sobre Auditoria. Estas recomendações apresentaram subidas significativas no seu percentual de adoção ao longos dos três anos estudados, no ano de 2015 apresentavam um percentual de adoção de 85%, no ano de 2016 apresentaram um aumento de 7%, tendo ficado no percentual de 92% de adoção e no último ano, 2017, este mesmo percentual ficou nos 96% de adoção das recomendações de *Corporate Governance* sobre auditoria.

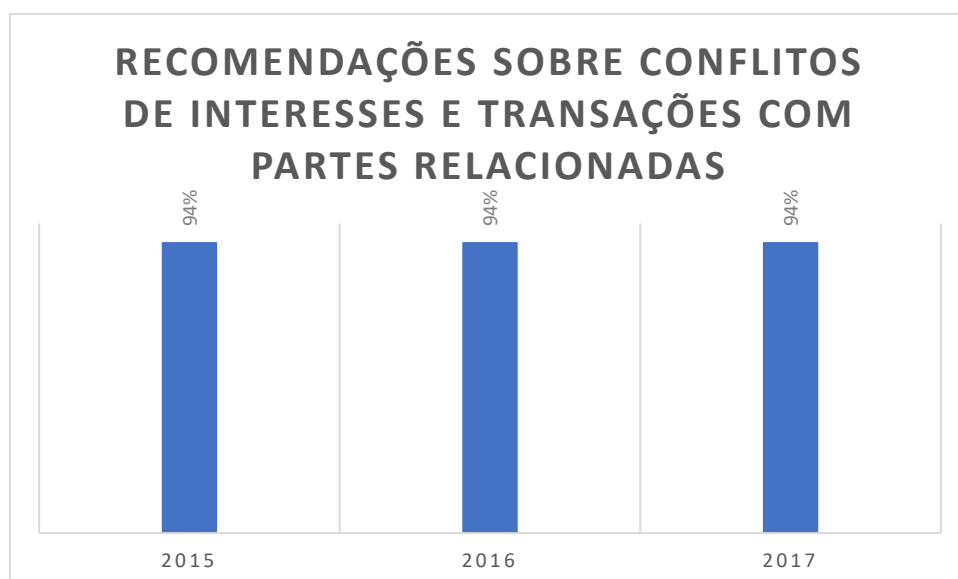


Gráfico 8- Adoção das Recomendações de Conflitos de Interesse e Transações com Partes Relacionadas

No gráfico 8 são apresentados os percentuais de adoção das recomendações de *Corporate Governance* sobre conflitos de interesse e transações com partes relacionadas. Sobre a adoção destas recomendações é possível verificar que o percentual de mantém nos 94%, não tendo sofrido qualquer tipo de alteração no seu percentual ao longo dos três anos estudados.

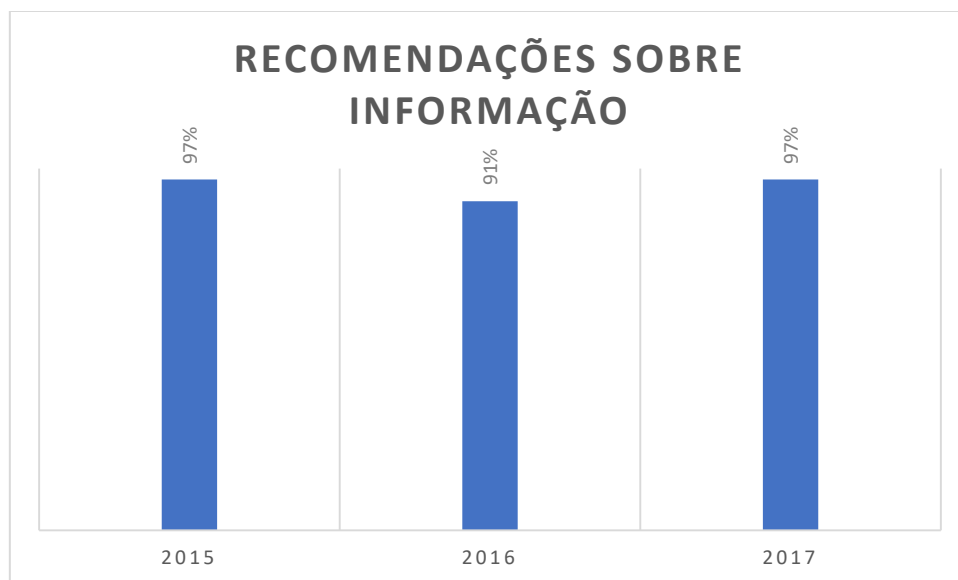


Gráfico 9 - Adoção das Recomendações de Informação

No gráfico 9 estão apresentados os percentuais de adoção de recomendações de *Corporate Governance* sobre Informação. Ao longo dos três anos estudados, foi possível observar que em 2015 o percentual de adoção era de 97%, tendo em 2016 apresentado uma descida significativa para 91% e em 2017 voltado ao seu percentual de adoção inicial de 97%.

Após a análise das figuras anteriormente apresentadas é possível verificar que em 2015 as recomendações de *Corporate Governance* que apresentaram maior adesão por parte das empresas portuguesas cotadas na bolsa de valores pertencem ao tema de divulgação de informação, seguidas pelas pertencentes aos conflitos de interesse e logo depois pelo tema de fiscalização.

Neste mesmo ano, as recomendações menos aplicadas foram aquelas que se referem às remunerações e fixação das mesmas. Em 2016 as recomendações com maior adesão pertencem aos temas já citados em 2015, existindo também um aumento significativo na

adesão às recomendações sobre auditoria, quanto às menos aplicadas continuam a ser as pertencentes aos temas de remuneração e sua respetiva fixação. Por último, no ano de 2017, verifica-se que não existem alterações significativas em relação aos temas de maior e menor adesão, em relação às recomendações de boas práticas de *Corporate Governance*.

Seguidamente, realizou-se uma avaliação de quais as recomendações que apresentavam um percentual de 100% de adoção por parte das empresas avaliadas.

2015
II.1.5. O Conselho de Administração ou o Conselho Geral e de Supervisão, consoante o modelo aplicável, devem fixar objetivos em matéria de assunção de riscos e criar sistemas para o seu controlo, com vista a garantir que os riscos efetivamente incorridos são consistentes com aqueles objetivos.
II.1.8. Os administradores que exerçam funções executivas, quando solicitados por outros membros dos órgãos sociais, devem prestar, em tempo útil e de forma adequada ao pedido, as informações por aqueles requeridas.
II.2.3. O órgão de fiscalização deve avaliar anualmente o auditor externo e propor ao órgão competente a sua destituição ou a resolução do contrato de prestação dos seus serviços sempre que se verifique justa causa para o efeito.
II.2.4. O órgão de fiscalização deve avaliar o funcionamento dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos e propor os ajustamentos que se mostrem necessários.
III.1. A remuneração dos membros executivos do órgão de administração deve basear-se no desempenho efetivo e desincentivar a assunção excessiva de riscos.
V.1. Os negócios da sociedade com acionistas titulares de participação qualificada, ou com entidades que com eles estejam em qualquer relação, nos termos do art. 20.º do Código dos Valores Mobiliários, devem ser realizados em condições normais de mercado.
VI.2. As sociedades devem assegurar a existência de um gabinete de apoio ao investidor e de contacto permanente com o mercado, que responda às solicitações dos investidores em tempo útil, devendo ser mantido um registo dos pedidos apresentados e do tratamento que lhe foi dado.

Tabela 9 - Recomendações com 100% de adoção nas Empresas Portuguesas em 2015

Fonte: Adaptada do código da CMVM (2013)

No ano de 2015 as recomendações de *Corporate Governance* que apresentam 100% de adoção por parte das empresas portuguesas, pertencem aos seguintes temas: Supervisão e Administração, Fiscalização, Remunerações, Conflitos de Interesse e Transações com Partes Relacionadas e Informação.

2016
II.1.5. O Conselho de Administração ou o Conselho Geral e de Supervisão, consoante o modelo aplicável, devem fixar objetivos em matéria de assunção de riscos e criar sistemas para o seu controlo, com vista a garantir que os riscos efetivamente incorridos são consistentes com aqueles objetivos.
II.1.8. Os administradores que exerçam funções executivas, quando solicitados por outros membros dos órgãos sociais, devem prestar, em tempo útil e de forma adequada ao pedido, as informações por aqueles requeridas.
II.2.2. O órgão de fiscalização deve ser o interlocutor principal do auditor externo e o primeiro destinatário dos respetivos relatórios, competindo-lhe, designadamente, propor a respetiva remuneração e zelar para que sejam asseguradas, dentro da empresa, as condições adequadas à prestação dos serviços.
II.2.3. O órgão de fiscalização deve avaliar anualmente o auditor externo e propor ao órgão competente a sua destituição ou a resolução do contrato de prestação dos seus serviços sempre que se verifique justa causa para o efeito.
II.2.4. O órgão de fiscalização deve avaliar o funcionamento dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos e propor os ajustamentos que se mostrem necessários.
III.1. A remuneração dos membros executivos do órgão de administração deve basear-se no desempenho efetivo e desincentivar a assunção excessiva de riscos.
V.1. Os negócios da sociedade com acionistas titulares de participação qualificada, ou com entidades que com eles estejam em qualquer relação, nos termos do art. 20.º do Código dos Valores Mobiliários, devem ser realizados em condições normais de mercado.

Tabela 10 - Recomendações com 100% de adoção nas Empresas Portuguesas em 2016

Fonte: Adaptada do código da CMVM (2013)

No ano de 2016, as recomendações de *Corporate Governance* que apresentam 100% de adoção por parte das empresas portuguesas, pertencem aos seguintes temas: Supervisão e Administração, Fiscalização, Remunerações e Conflitos de Interesse e Transações com Partes Relacionadas.

2017
II.1.5. O Conselho de Administração ou o Conselho Geral e de Supervisão, consoante o modelo aplicável, devem fixar objetivos em matéria de assunção de riscos e criar sistemas para o seu controlo, com vista a garantir que os riscos efetivamente incorridos são consistentes com aqueles objetivos.
II.1.8. Os administradores que exerçam funções executivas, quando solicitados por outros membros dos órgãos sociais, devem prestar, em tempo útil e de forma adequada ao pedido, as informações por aqueles requeridas.
II.2.2. O órgão de fiscalização deve ser o interlocutor principal do auditor externo e o primeiro destinatário dos respetivos relatórios, competindo-lhe, designadamente, propor a respetiva remuneração e zelar para que sejam asseguradas, dentro da empresa, as condições adequadas à prestação dos serviços.
II.2.3. O órgão de fiscalização deve avaliar anualmente o auditor externo e propor ao órgão competente a sua destituição ou a resolução do contrato de prestação dos seus serviços sempre que se verifique justa causa para o efeito.
II.2.4. O órgão de fiscalização deve avaliar o funcionamento dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos e propor os ajustamentos que se mostrem necessários.
III.1. A remuneração dos membros executivos do órgão de administração deve basear-se no desempenho efetivo e desincentivar a assunção excessiva de riscos.
IV.3. As sociedades devem promover a rotação do auditor ao fim de dois ou três mandatos, conforme sejam respetivamente de quatro ou três anos. A sua manutenção além deste período deverá ser fundamentada num parecer específico do órgão de fiscalização que pondere expressamente as condições de independência do auditor e as vantagens e os custos da sua substituição.
V.1. Os negócios da sociedade com acionistas titulares de participação qualificada, ou com entidades que com eles estejam em qualquer relação, nos termos do art. 20.º do Código dos Valores Mobiliários, devem ser realizados em condições normais de mercado.
VI.2. As sociedades devem assegurar a existência de um gabinete de apoio ao investidor e de contacto permanente com o mercado, que responda às solicitações dos investidores em tempo útil, devendo ser mantido um registo dos pedidos apresentados e do tratamento que lhe foi dado.

Tabela 11- Recomendações com 100% de adoção nas Empresas Portuguesas em 2017
Fonte: Adaptada do código da CMVM (2013)

No ano de 2017 as recomendações de *Corporate Governance* que apresentam 100% de adoção por parte das empresas portuguesas, pertencem aos seguintes temas: Supervisão e Administração, Fiscalização, Remunerações, Auditoria e Conflitos de Interesse e Transações entre partes relacionadas.

A partir da análise das tabelas apresentadas, é possível perceber que as recomendações que apresentaram 100% de adoção nos 3 anos avaliados, pertencem aos temas mencionados na análise anterior como aqueles que apresentaram um maior nível de adesão em relação às suas recomendações de *Corporate Governance*.

Para finalizar a avaliação dos dados portugueses, foi feita uma avaliação do percentual de empresas que adotavam a 100% todas as recomendações a si aplicáveis, ao longo dos anos de 2015, 2016 e 2017.

	2015	2016	2017
Adota todas as recomendações aplicáveis	92%	92%	93%

Tabela 12- Percentual de Empresas Portuguesas que adotam 100% das Recomendações de *Corporate Governance*

A partir da análise do *checklist* foi possível perceber qual a percentagem das empresas cotadas na bolsa avaliadas que aderem às recomendações da CMVM (2013) sobre o *Corporate Governance*. Em 2015, 92% das empresas portuguesas avaliadas adotavam as recomendações, em 2016 este percentual não se alterou, tendo em 2017 apresentado uma subida de 1% em relação aos dois anos anteriores. Esta subida não representou um valor elevado, o que significa que a adoção das recomendações por parte das empresas portuguesas cotadas na bolsa se manteve no mesmo nível.

4.3 Avaliação Empresas Brasileiras

Para iniciar a análise dos dados das empresas brasileiras, começou-se por verificar qual o percentual de empresas que pertencia a cada nível de *Corporate Governance* da BM&FBovespa , durante os anos de 2015, 2016 e 2017.

	2015	2016	2017
Nível 1	22%	24%	24%
Nível 2	8%	5%	5%
Novo Mercado	57%	59%	62%
Sem informação	14%	11%	8%

Tabela 13- Percentual de Empresas pertencente a cada um dos níveis de *Corporate Governance* da BM&F Bovespa

A partir destes dados foi possível verificar que, no ano de 2015, a maior parte das empresas avaliadas se encontrava no segmento de Novo Mercado da BM&F Bovespa, mantendo-se assim no ano de 2016 e 2017. Isto significa, que a maior parte das empresas avaliadas se encontrava no segmento de listagem mais exigente da BM&F Bovespa, o que indica que apresentam bons níveis de adoção das recomendações de *Corporate Governance* .

Seguidamente, foi avaliada a percentagem de empresas que adota cada uma das recomendações do *checklist*.

Percentual de empresas que aderiram às Recomendações de <i>Corporate Governance</i> apresentadas no <i>Checklist</i>			
	2015	2016	2017
A companhia possui 100% de ações ordinárias.	57%	59%	62%
A companhia possui, no mínimo, 25% do capital em circulação (<i>free float</i>).	87%	88%	91%
Obrigações do Conselho de Administração em manifestar-se sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	65%	64%	67%
Realização de ofertas públicas que favoreçam a dispersão de capital;	87%	88%	91%
Conselho de Administração é composto por, no mínimo, 5 membros, em que pelo menos 20% deles são independentes;	65%	64%	67%
Obrigatoriedade de reunião pública anual e calendário de eventos corporativos;	87%	88%	91%
A companhia estabelece em estatuto, regras específicas, visando a transparência e equidade de tratamento no caso de alienação de controle. Concede <i>tag along</i> de 100%, independentemente da espécie ou classe das ações.	57%	59%	62%
As funções da presidência do conselho de administração e da diretoria executiva são exercidas por diferentes indivíduos.	87%	88%	91%
A companhia possui um código de conduta e/ou ética elaborado pela diretoria e aprovado pelo conselho de administração	87%	88%	91%
É obrigatória a adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado.	65%	64%	67%
No caso de existir comitê de auditoria, este deve ser composto por no mínimo 3 membros, sendo pelo menos 1 conselheiro independente da companhia	57%	59%	62%
Deve apresentar as demonstrações financeiras anuais no padrão internacional (Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional (US GAAP ou IFRS)	65%	64%	67%

Tabela 14- Percentual de Adoção das Recomendações de *Corporate Governance* nas Empresas Brasileiras

Após a análise da tabela 14, é possível verificar que em todas as recomendações, ao longo dos 3 anos, não existe uma grande variação na percentagem de adoção às mesmas, o que significa que não existiram melhorias significativas na adesão às recomendações de *Corporate Governance* inseridas no *checklist* criado.

Adoção das Recomendações de *Corporate Governance* no Brasil

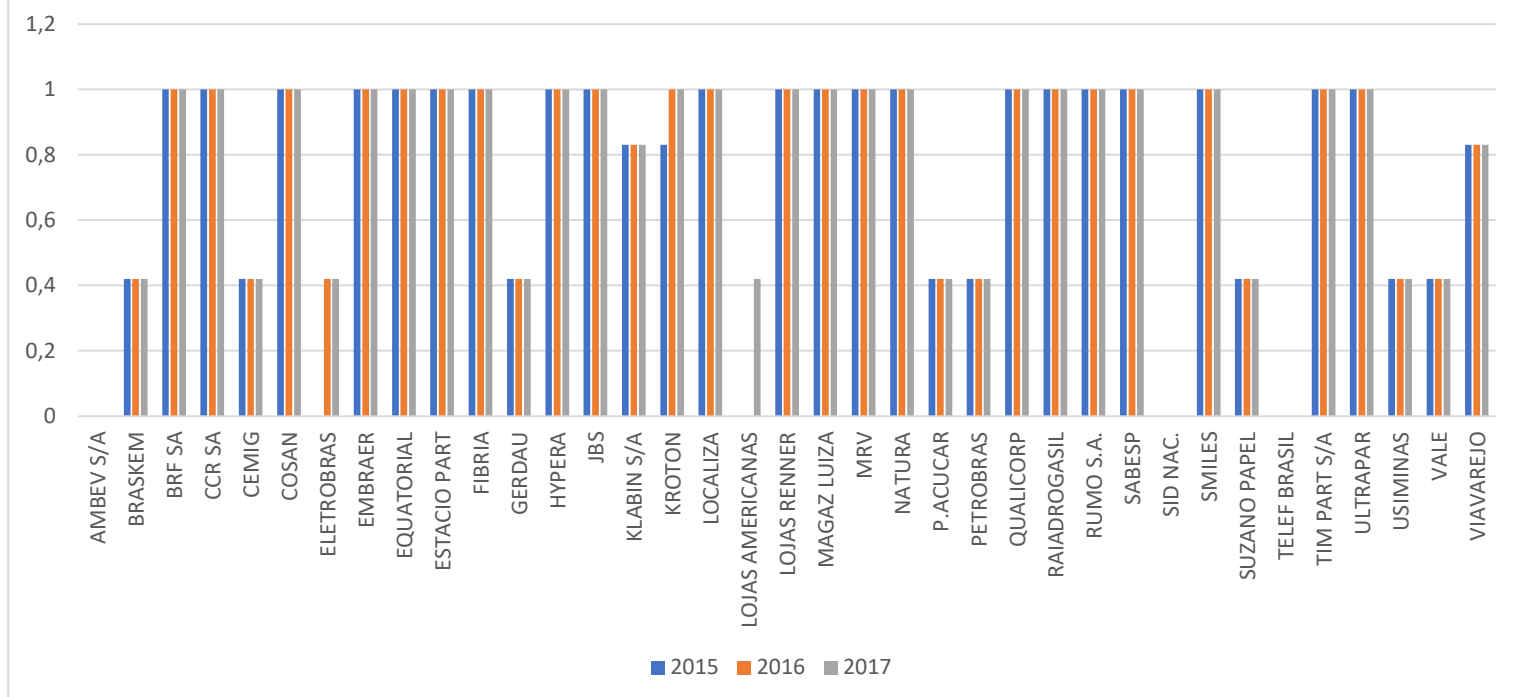


Gráfico 10 - Adoção das Recomendações de *Corporate Governance* no Brasil

Fonte: Elaborada pela mestrandia, 2018

No gráfico 10 podemos observar a percentagem de recomendações que cada uma das empresas brasileiras avaliadas adotou. Durante os anos de 2015, 2016 e 2017 é possível verificar que não existiu muita oscilação na adoção das recomendações de *Corporate Governance* por parte das empresas. Das empresas avaliadas, as que apresentaram um maior percentual de adoção de recomendações ao longo dos três anos foram a BRF, a CCR, a Cosan, a Embraer, a Equatorial, a Estácio, a Fibria, a Hypera, a JBS, a Kroton, a Localiza, as Lojas Renner, a Magazine Luiza, a MRV, a Natura, a Qualicorp, a Raidrogasil, a Rumo SA, a Sabesp, a Smiles, a TIM, a Utrapar e a VIAvarejo.

Por fim, foi avaliada a percentagem de empresas que adere a 100% das recomendações a si aplicadas.

Média de Empresas que cumprem todas as recomendações de <i>Corporate Governance</i> Apresentadas no Checklist		
2015	2016	2017
74%	74%	73%

Tabela 15- Percentual de Empresas Brasileiras que adota todas as recomendações de *Corporate Governance*

A partir da análise dos dados do quadro anterior é possível perceber que não existiu uma variação significativa na adesão às recomendações de *Corporate Governance* nas empresas brasileiras avaliadas, tendo até existido um decréscimo no nível de adesão entre o ano de 2016 e 2017. Estes dados servem para confirmar a ideia de que não existiu uma melhoria no nível de adoção das recomendações ao longo dos 3 anos avaliados.

4.4 Síntese de avaliação

O objetivo geral desta pesquisa foi perceber se as empresas portuguesas (PSI 20) e brasileiras (IBRX 50), cotadas nas Bolsa de Valores de ambos os países, aplicam as boas práticas e recomendações de *Corporate Governance*.

Verificamos que ambos os países apresentam recomendações de boas práticas de *Corporate Governance*.

Em Portugal as normas centram-se nos temas da Votação e Controlo da Sociedade, Supervisão e Administração, Fiscalização, Fixação de Remunerações, Remunerações, Auditoria, Conflitos de Interesse e Transações entre Partes Relacionadas e Informação, enquanto que em Brasil, as normas recaem sobre os seguintes temas: Sócios, Conselho de Administração, Diretoria, Órgãos de Fiscalização e Controlo e Conduta e Conflito de Interesses.

As diferenças entre os temas apresentados nas recomendações de *Corporate Governance*, podem ser explicadas pelas estruturas acionistas que apresentam características diferentes nos dois países, o que faz com que cada um deles tenha que demonstrar preocupação com diferentes assuntos dentro das organizações.

Em Portugal a estrutura acionista é caracterizada por ser bastante concentrada, mas apesar disso, as organizações portuguesas não apresentam direitos especiais para diferentes tipos de titulares de ações.

No Brasil, a estrutura acionista também se caracteriza como concentrada, mas, ao contrário do que acontece em Portugal, as empresas brasileiras apresentam direitos distintos para acionistas majoritários e acionistas minoritários, existindo pouca proteção em relação aos sócios minoritários das entidades, o que faz com que o principal conflito de agência dentro das empresas brasileiras, seja a separação da propriedade e controle entre sócios majoritários e minoritários.

O nível de adoção das recomendações de *Corporate Governance* apresenta valores elevados nos três anos de avaliação, em Portugal é apresentado um nível de adoção de recomendações de 92% em 2015 e em 2016 e 93% em 2017, no Brasil os valores são de 74% em 2015 e em 2016 e 73% em 2017, não existindo alterações significativas na percentagem de adoção das recomendações de boas práticas de *Corporate Governance* durante os três anos estudados. Os níveis mantiveram-se elevados nos dois países.

Foi possível perceber que em Portugal as empresas cotadas na Bolsa de Valores adotam uma percentagem significativamente superior das recomendações de *Corporate Governance* do que no Brasil. Apesar de Portugal apresentar um nível maior de adoção de recomendações, é possível afirmar que ambos os países adotam uma boa parte das recomendações de *Corporate Governance* existentes em cada um dos países, o que significa que a gestão das empresas, mostra interesse na melhoria, no crescimento e na continuidade das suas entidades.

O *Corporate Governance* é constituído por um conjunto de regras e condutas que definem de que forma as empresas são dirigidas e controladas, com o objetivo de melhorarem o desempenho das entidades e de todas as partes envolvidas e interessadas nas mesmas, garantindo assim a continuidade das empresas. A adoção destas regras e condutas mostra-se particularmente importante para as empresas cotadas na bolsa, pois para além de estas se promoverem a si mesmas, estas promovem o mercado de capitais onde se inserem.

Em vários países existem recomendações de boas práticas de *Corporate Governance* que têm como objetivo guiar as empresas na aplicação da mesma dentro delas. Portugal e Brasil são exemplo de países que apresentam essas recomendações para as suas empresas.

Esta dissertação teve como principal objetivo perceber se as empresas portuguesas (PSI 20) e brasileiras (IBRX 50), cotadas nas Bolsa de Valores de ambos os países, aplicam as boas práticas e recomendações de *Corporate Governance*.

Para alcançar o objetivo do estudo, foram feitas pesquisas através das informações sobre *Corporate Governance* presentes nos relatórios anuais das empresas avaliadas, empresas pertencentes ao PSI 20 e ao IBRX 50, excluindo as de carácter financeiro.

Como conclusão desta dissertação, alcançando assim o objetivo geral da mesma, foi possível perceber que, tanto em Portugal como no Brasil são aplicadas a maioria das recomendações de boas práticas de *Corporate Governance*.

Em Portugal os níveis de adoção das recomendações de *Corporate Governance* apresentam-se elevados durante os três anos estudados, tendo em 2015 apresentado um nível de adoção de 92%, em 2016 mantido o mesmo valor e em 2017 aumentado para 93%. No Brasil, apesar de os níveis de adoção das recomendações serem inferiores aos de Portugal, estes também mantêm níveis elevados, tendo apresentado em 2015 um nível de 74% de adoção das recomendações, em 2016 mantido esse mesmo valor e em 2017 decrescido para 73%.

Limitações de Estudo

Esta dissertação apresenta algumas limitações, pois apenas foi aplicada a um número restrito de empresas cotadas nas Bolsa de Valores de cada um dos países avaliados e foram estudados apenas três anos, 2015, 2016 e 2017, o que pode impedir observar a evolução que algumas empresas possam ter apresentado desde o início da aplicação das recomendações de *Corporate Governance* até ao ano de 2017, pois muitas iniciaram essa mesma aplicação antes do ano de 2015.

Orientações para Futuras Investigações

Para futuras investigações sugerimos aplicar o estudo a um maior número de empresas cotadas na Bolsa e aplicar o mesmo também às empresas de carácter financeiro. Sugerimos também aumentar o número de anos de aplicação da pesquisa.

Outra proposta de estudo, seria ampliar o mesmo a outros países de Língua Portuguesa, a fim de comparar se tal como Portugal e Brasil, estes apresentariam algum tipo de semelhança nas boas práticas e adoção das recomendações de *Corporate Governance*.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Andrade, A., & Rossetti, J. (2006). Governança. Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimentos e Tendências, São Paulo: Atlas.

Batista, C. (2009) As Variáveis Determinantes na Escolha do Modelo de *Corporate Governance*, Faculdade de Economia da Universidade do Porto.

Bianchi, Márcia et al. (2009) A evolução e o perfil da Governança Corporativa no Brasil: Um Levantamento da Produção Científica do ENANPAD entre 1999 e 2008. *ConTexto*, v. 9, n. 15, Porto Alegre.

BM&F Bovespa - Regulamentos de Aplicação de Regras de Governança Corporativa por Nível de Governança, disponível para consulta em http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem . Acesso: Maio 2018.

Borges, L., Serrão, C. (2005, Dezembro), Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.12, n.24, p. [111]-148

Carvalho, R. e Rêgo, R. (2010). Teoria do Agente, Teoria da Firma e os Mecanismos de Governança Corporativa no Brasil, *Relatórios de Pesquisa em Engenharia de Produção* v. 10 n. 13

CVM (2002). Cartilha de Governança Corporativa, disponível para consulta em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0001/3935.pdf> . Acesso: Abril 2018.

CMVM (2010), Código de Governo das Sociedades da CMVM 2010 (Recomendações), disponível para consulta em <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/LegislacaoNacional/Recomendacoes/Documents/CodigodeGovernodasSociedadesCMVM2010.pdf>. Acesso: Abril 2018.

CMVM (2013). Código de governo das sociedades da CMVM 2013 (Recomendações), disponível para consulta em http://www.ecgi.org/codes/documents/cmvm_cg_code_2013_9oct2013_pt.pdf. Acesso: Abril 2018.

CMVM (2013). Regulamento da CMVM n. °4/2013 - Governo das Sociedades, disponível para consulta em https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Reg_2013_04.aspx?v=. Acesso : Abril 2018

Campos, Lira (2015). Influência das Caraterísticas dos Modelos de *Corporate Governance* no desempenho empresarial: evidência empírica nas empresas cotadas em Portugal. Escola Superior de Tecnologia e Gestão de Bragança, Mestrado em Contabilidade e Finanças

Esperança, J., Sousa, A., Soares, E., & Pereira, I. (2011). *Corporate Governance* no Espaço Lusófono. Alfragide, Texto

Fonseca (2002) . Metodologia da pesquisa científica. Fortaleza: UEC

IBGC (2008) - Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, disponível para consulta em <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Publicacoes/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>. Acesso : Maio 2018

IPCG (2014) - Código de Governo das Sociedades, disponível para consulta em http://www.ecgi.org/codes/documents/code_portugal_jan2014_pt.pdf . Acesso : Maio 2018

Jensen e Meckling (1976). *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, University of Rochester, Rochester, NY 14627, U.S.A.

Leal, M., & Camuri, W. (2008). Governança Corporativa e os Modelos Mundialmente Praticados. *Revista de Ciências Gerenciais*, 7 (15), 59-74.

Lefehld (1991). Projeto de pesquisa: propostas metodológicas, Petrópolis/RJ, Vozes.

Mathiesen, H. (2002). *Managerial ownership and financial performance*. København: Samfundslitteratur. Ph.D.serie, No. 2002-18

Minayo, M. (2001). Pesquisa Social. Teoria, método e criatividade. 18 ed. Petrópolis: Vozes.

Moreira, J., Gonçalves, H. e Oliveira, G. (2001). Corporate Governance em Portugal, Vida económica.

Nascimento, A. M., & Reginato, L. (2008). Divulgação da informação contábil, governança corporativa e controle organizacional: uma relação necessária. Revista Universo Contábil, 4(3), 25-47.

OCDE (1999). Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, disponível para consulta em <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf> . Acesso : Junho 2018

Pinto Júnior, H. Q., Pires, M. C. P. (2000). Assimetria de Informações e Problemas Regulatórios, disponível para consulta em http://www.anp.gov.br/doc/notas_tecnicas/Nota_Tecnica_ANP_009_2000.pdf . Acesso: Julho 2018

Ramos e Martinez (2006, julho a dezembro). Governança Corporativa, Revista Contemporânea de Contabilidade, ano 03, v1 n°6, p.143-164

Raupp, F. M., & Beuren, I. M. (2003). Metodologia da pesquisa aplicável às Ciências Sociais. In I. M. Beuren (Ed.), Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: Teoria e Prática (3rd ed., pp. 76-97). São Paulo: Atlas

Santos, (2009). *Corporate Governance: Desenvolvimentos Recentes e a realidade portuguesa*, Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças, Universidade Aberta de Aveiro.

Santos, Rafael (2012). *Governança Corporativa e as ferramentas de avaliação estratégica das empresas: um enfoque nos modelos replicáveis de sucesso*. Criciúma. Monografia de Pós-Graduação em MBA em Gestão Estratégica de Finanças e Controladoria, UNESC.

Shleifer e Vishny (1997). *A Survey Of Corporate Governance, The Journal of American Finance Association*, volume 52, pages 737-783

Silva, Almeida e Guindani (2009). *Pesquisa documental: pistas teóricas e metodológicas*, Revista Brasileira de História e Ciências Sociais, v1 nº1.

Silva, R. (2009). *Atendimento às regras, princípios e práticas de governança em entidades fechadas de previdência complementar*, Universidade Federal de Santa Catarina, Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis, Florianópolis.

Silveira (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*, Tese de Doutorado em Contabilidade na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo

Triviños (2009). *A Introdução à Pesquisa em Ciências Sociais: a Pesquisa Qualitativa em Educação – O Positivismo, A Fenomenologia, O Marxismo* . 5 ed. 18 reimpr. São Paulo: Atlas, 175p.

Vieira e Santos (2002). *Corporate Governance: Análise Comparativa das Práticas Aconselhadas na Península Ibérica*, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Aveiro

Anexo I – Checklist de Recomendações de Corporate Governance em Portugal (Completo)

<i>Checklist Português</i>
I. VOTAÇÃO E CONTROLO DA SOCIEDADE
I.1. As sociedades devem incentivar os seus acionistas a participar e a votar nas assembleias gerais, designadamente não fixando um número excessivamente elevado de ações necessárias para ter direito a um voto e implementando os meios indispensáveis ao exercício do direito de voto por correspondência e por via eletrónica.
I.2. As sociedades não devem adotar mecanismos que dificultem a tomada de deliberações pelos seus acionistas, designadamente fixando um quórum deliberativo superior ao previsto por lei.
I.3. As sociedades não devem estabelecer mecanismos que tenham por efeito provocar o desfasamento entre o direito ao recebimento de dividendos ou à subscrição de novos valores mobiliários e o direito de voto de cada ação ordinária, salvo se devidamente fundamentados em função dos interesses de longo prazo dos acionistas.
I.4. Os estatutos das sociedades que prevejam a limitação do número de votos que podem ser detidos ou exercidos por um único acionista, de forma individual ou em concertação com outros acionistas, devem prever igualmente que, pelo menos de cinco em cinco anos, será sujeita a deliberação pela assembleia geral a alteração ou a manutenção dessa disposição estatutária – sem requisitos de quórum agravado relativamente ao legal – e que, nessa deliberação, se contam todos os votos emitidos sem que aquela limitação funcione.
I.5. Não devem ser adotadas medidas que tenham por efeito exigir pagamentos ou a assunção de encargos pela sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração e que se afigurem suscetíveis de prejudicar a livre transmissibilidade das ações e a livre apreciação pelos acionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração.
II. SUPERVISÃO, ADMINISTRAÇÃO E FISCALIZAÇÃO
II.1. SUPERVISÃO E ADMINISTRAÇÃO
II.1.1. Dentro dos limites estabelecidos por lei, e salvo por força da reduzida dimensão da sociedade, o conselho de administração deve delegar a administração quotidiana da sociedade, devendo as competências delegadas ser identificadas no relatório anual sobre o Governo da Sociedade.
II.1.2. O Conselho de Administração deve assegurar que a sociedade atua de forma consentânea com os seus objetivos, não devendo delegar a sua competência, designadamente, no que respeita a: i) definir a estratégia e as políticas gerais da sociedade; ii) definir a estrutura empresarial do grupo; iii) decisões que devam ser consideradas estratégicas devido ao seu montante, risco ou às suas características especiais.
II.1.3. O Conselho Geral e de Supervisão, além do exercício das competências de fiscalização que lhes estão cometidas, deve assumir plenas responsabilidades ao nível do governo da sociedade, pelo que, através de previsão estatutária ou mediante via equivalente, deve ser consagrada a obrigatoriedade de este órgão se pronunciar sobre a estratégia e as principais políticas da sociedade, a definição da estrutura empresarial do grupo e as decisões que devam ser consideradas estratégicas devido ao seu montante ou

<p>risco. Este órgão deverá ainda avaliar o cumprimento do plano estratégico e a execução das principais políticas da sociedade.</p>
<p>II.1.4. Salvo por força da reduzida dimensão da sociedade, o Conselho de Administração e o Conselho Geral e de Supervisão, consoante o modelo adotado, devem criar as comissões que se mostrem necessárias para:</p> <p>a) Assegurar uma competente e independente avaliação do desempenho dos administradores executivos e do seu próprio desempenho global, bem assim como das diversas comissões existentes;</p> <p>b) Refletir sobre sistema estrutura e as práticas de governo adotado, verificar a sua eficácia e propor aos órgãos competentes as medidas a executar tendo em vista a sua melhoria.</p>
<p>II.1.5. O Conselho de Administração ou o Conselho Geral e de Supervisão, consoante o modelo aplicável, devem fixar objetivos em matéria de assunção de riscos e criar sistemas para o seu controlo, com vista a garantir que os riscos efetivamente incorridos são consistentes com aqueles objetivos.</p>
<p>II.1.6. O Conselho de Administração deve incluir um número de membros não executivos que garanta efetiva capacidade de acompanhamento, supervisão e avaliação da atividade dos restantes membros do órgão de administração.</p>
<p>II.1.7. Entre os administradores não executivos deve contar-se uma proporção adequada de independentes, tendo em conta o modelo de governação adotado, a dimensão da sociedade e a sua estrutura acionista e o respetivo free float. A independência dos membros do Conselho Geral e de Supervisão e dos membros da Comissão de Auditoria afere-se nos termos da legislação vigente, e quanto aos demais membros do Conselho de Administração considera-se 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 ou de decisão, nomeadamente em virtude de:</p> <p>a. Ter sido colaborador da sociedade ou de sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo nos últimos três anos; b. Ter, nos últimos três anos, prestado serviços ou estabelecido relação comercial significativa com a sociedade ou com sociedade que com esta se encontre em relação de domínio ou de grupo, seja de forma direta ou enquanto sócio, administrador, gerente ou dirigente de pessoa coletiva; c. Ser beneficiário de remuneração paga pela sociedade ou por sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo além da remuneração decorrente do exercício das funções de administrador; d. Viver em união de facto ou ser cônjuge, parente ou afim na linha reta e até ao 3.º grau, inclusive, na linha colateral, de administradores ou de pessoas singulares titulares direta ou indiretamente de participação qualificada; e. Ser titular de participação qualificada ou representante de um acionista titular de participações qualificadas.</p>
<p>II.1.8. Os administradores que exerçam funções executivas, quando solicitados por outros membros dos órgãos sociais, devem prestar, em tempo útil e de forma adequada ao pedido, as informações por aqueles requeridas.</p>
<p>II.1.9. O presidente do órgão de administração executivo ou da comissão executiva deve remeter, conforme aplicável, ao Presidente do Conselho de Administração, ao Presidente do Conselho Fiscal, ao Presidente da Comissão de Auditoria, ao Presidente do Conselho Geral e de Supervisão e ao Presidente da Comissão para as Matérias Financeiras, as convocatórias e as atas das respetivas reuniões.</p>
<p>II.1.10. Caso o presidente do órgão de administração exerça funções executivas, este órgão deverá indicar, de entre os seus membros, um administrador independente que assegure a coordenação dos</p>

trabalhos dos demais membros não executivos e as condições para que estes possam decidir de forma independente e informada ou encontrar outro mecanismo equivalente que assegure aquela coordenação.
II.2. FISCALIZAÇÃO
II.2.1. Consoante o modelo aplicável, o presidente do Conselho Fiscal, da Comissão de Auditoria ou da Comissão para as Matérias Financeiras deve ser independente, de acordo com o critério legal aplicável, e possuir as competências adequadas ao exercício das respetivas funções.
II.2.2. O órgão de fiscalização deve ser o interlocutor principal do auditor externo e o primeiro destinatário dos respetivos relatórios, competindo-lhe, designadamente, propor a respetiva remuneração e zelar para que sejam asseguradas, dentro da empresa, as condições adequadas à prestação dos serviços.
II.2.3. O órgão de fiscalização deve avaliar anualmente o auditor externo e propor ao órgão competente a sua destituição ou a resolução do contrato de prestação dos seus serviços sempre que se verifique justa causa para o efeito.
II.2.4. O órgão de fiscalização deve avaliar o funcionamento dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos e propor os ajustamentos que se mostrem necessários.
II.2.5. A Comissão de Auditoria, o Conselho Geral e de Supervisão e o Conselho Fiscal devem pronunciar-se sobre os planos de trabalho e os recursos afetos aos serviços de auditoria interna e aos serviços que velem pelo cumprimento das normas aplicadas à sociedade (serviços de compliance), e devem ser destinatários dos relatórios realizados por estes serviços pelo menos quando estejam em causa matérias relacionadas com a prestação de contas a identificação ou a resolução de conflitos de interesses e a deteção de potenciais ilegalidades.
II.3. FIXAÇÃO DE REMUNERAÇÕES
II.3.1. Todos os membros da Comissão de Remunerações ou equivalente devem ser independentes relativamente aos membros executivos do órgão de administração e incluir pelo menos um membro com conhecimentos e experiência em matérias de política de remuneração.
II.3.2. Não deve ser contratada para apoiar a Comissão de Remunerações no desempenho das suas funções qualquer pessoa singular ou coletiva que preste ou tenha prestado, nos últimos três anos, serviços a qualquer estrutura na dependência do órgão de administração, ao próprio órgão de administração da sociedade ou que tenha relação atual com a sociedade ou com consultora da sociedade. Esta recomendação é aplicável igualmente a qualquer pessoa singular ou coletiva que com aquelas se encontre relacionada por contrato de trabalho ou prestação de serviços.
II.3.3. A declaração sobre a política de remunerações dos órgãos de administração e fiscalização a que se refere o artigo 2.º da Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, deverá conter, adicionalmente: a) Identificação e explicitação dos critérios para a determinação da remuneração a atribuir aos membros dos órgãos sociais; b) Informação quanto ao montante máximo potencial, em termos individuais, e ao montante máximo potencial, em termos agregados, a pagar aos membros dos órgãos sociais, e identificação das circunstâncias em que esses montantes máximos podem ser devidos; d) Informação quanto à exigibilidade ou inexigibilidade de pagamentos relativos à destituição ou cessação de funções de administradores.
II.3.4. Deve ser submetida à Assembleia Geral a proposta relativa à aprovação de planos de atribuição de ações, e/ou de opções de aquisição de ações ou com base nas variações do preço das ações, a membros

dos órgãos sociais. A proposta deve conter todos os elementos necessários para uma avaliação correta do plano.
II.3.5. Deve ser submetida à Assembleia Geral a proposta relativa à aprovação de qualquer sistema de benefícios de reforma estabelecidos a favor dos membros dos órgãos sociais. A proposta deve conter todos os elementos necessários para uma avaliação correta do sistema.
III. REMUNERAÇÕES
III.1. A remuneração dos membros executivos do órgão de administração deve basear-se no desempenho efetivo e desincentivar a assunção excessiva de riscos.
III.2. A remuneração dos membros não executivos do órgão de administração e a remuneração dos membros do órgão de fiscalização não deve incluir nenhuma componente cujo valor dependa do desempenho da sociedade ou do seu valor.
III.3. A componente variável da remuneração deve ser globalmente razoável em relação à componente fixa da remuneração, e devem ser fixados limites máximos para todas as componentes.
III.4. Uma parte significativa da remuneração variável deve ser diferida por um período não inferior a três anos, e o direito ao seu recebimento deve ficar dependente da continuação do desempenho positivo da sociedade ao longo desse período.
III.5. Os membros do órgão de administração não devem celebrar contratos, quer com a sociedade, quer com terceiros, que tenham por efeito mitigar o risco inerente à variabilidade da remuneração que lhes for fixada pela sociedade.
III.6. Até ao termo do seu mandato devem os administradores executivos manter as ações da sociedade a que tenham acedido por força de esquemas de remuneração variável, até ao limite de duas vezes o valor da remuneração total anual, com exceção daquelas que necessitem ser alienadas com vista ao pagamento de impostos resultantes do benefício dessas mesmas ações.
III.7. Quando a remuneração variável compreender a atribuição de opções, o início do período de exercício deve ser diferido por um prazo não inferior a três anos.
III.8. Quando a destituição de administrador não decorra de violação grave dos seus deveres nem da sua inaptidão para o exercício normal das respetivas funções mas, ainda assim, seja reconduzível a um inadequado desempenho, deverá a sociedade encontrar-se dotada dos instrumentos jurídicos adequados e necessários para que qualquer indemnização ou compensação, além da legalmente devida, não seja exigível.
IV. AUDITORIA
IV.1. O auditor externo deve, no âmbito das suas competências, verificar a aplicação das políticas e sistemas de remunerações dos órgãos sociais, a eficácia e o funcionamento dos mecanismos de controlo interno e reportar quaisquer deficiências ao órgão de fiscalização da sociedade.
IV.2. A sociedade ou quaisquer entidades que com ela mantenham uma relação de domínio não devem contratar ao auditor externo, nem a quaisquer entidades que com ele se encontrem em relação de grupo ou que integrem a mesma rede, serviços diversos dos serviços de auditoria. Havendo razões para a contratação de tais serviços – que devem ser aprovados pelo órgão de fiscalização e explicitadas no seu

Relatório Anual sobre o Governo da Sociedade – eles não devem assumir um relevo superior a 30% do valor total dos serviços prestados à sociedade.
IV.3. As sociedades devem promover a rotação do auditor ao fim de dois ou três mandatos, conforme sejam respetivamente de quatro ou três anos. A sua manutenção além deste período deverá ser fundamentada num parecer específico do órgão de fiscalização que pondere expressamente as condições de independência do auditor e as vantagens e os custos da sua substituição.
V. CONFLITOS DE INTERESSES E TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS
V.1. Os negócios da sociedade com acionistas titulares de participação qualificada, ou com entidades que com eles estejam em qualquer relação, nos termos do art. 20.º do Código dos Valores Mobiliários, devem ser realizados em condições normais de mercado.
V.2. O órgão de supervisão ou de fiscalização deve estabelecer os procedimentos e critérios necessários para a definição do nível relevante designificância dos negócios com acionistas titulares de participação qualificada – ou com entidades que com eles estejam em qualquer uma das relações previstas no n.º 1 do art. 20.º do Código dos Valores Mobiliários –, ficando a realização de negócios de relevância significativa dependente de parecer prévio daquele órgão.
VI. INFORMAÇÃO
VI.1. As sociedades devem proporcionar, através do seu sítio na Internet, em português e inglês, acesso a informações que permitam o conhecimento sobre a sua evolução e a sua realidade atual em termos económicos, financeiros e de governo.
VI.2. As sociedades devem assegurar a existência de um gabinete de apoio ao investidor e de contacto permanente com o mercado, que responda às solicitações dos investidores em tempo útil, devendo ser mantido um registo dos pedidos apresentados e do tratamento que lhe foi dado.

Fonte: Retirado do Código de Governo das Sociedades da CMVM 2013 (Recomendações), pag.1 a pag 7

Apêndice I – Percentagem de Adoção às Recomendações de Corporate Governance nas Empresas Portuguesas

	2015	2016	2017
ALTRI	88%	88%	90%
CORTICEIRA AMORIM	65%	68%	76%
CTT	91%	94%	94%
EDP	94%	94%	94%
EDP RENOVAVEIS	98%	98%	98%
F. RAMADA	85%	88%	90%
GALP ENERGIA	90%	90%	90%
IBERSOL	98%	98%	98%
J. MARTINS	87%	90%	90%
MOTA ENGIL	83%	83%	83%
NOS	98%	98%	98%
PHAROL	98%	98%	98%
REN	89%	89%	89%
SEMAPA	88%	88%	88%
SONAE	98%	98%	98%
THE NAVIGATOR COMP	89%	89%	91%

**Apêndice II – Adoção de Recomendações das Empresas Portuguesas
Ano 2015**

Recomendações	Adota	Adota Parcialmente	Não Adota	Não Aplicável
I. VOTAÇÃO E CONTROLO DA SOCIEDADE				
I.1	15	1	0	0
I.2	13	0	3	0
I.3	15	0	1	0
I.4	6	0	2	8
I.5	14	1	1	0
II. SUPERVISÃO, ADMINISTRAÇÃO E FISCALIZAÇÃO				
II.1 SUPERVISÃO E ADMINISTRAÇÃO				
II.1.1.	15	0	0	1
II.1.2.	15	0	0	1
II.1.3	1	0	0	15
II.1.4	11	2	2	1
II.1.5	16	0	0	0
II.1.6.	15	0	0	1
II.1.7.	12	0	4	0
II.1.8.	16	0	0	0
II.1.9	15	0	0	1
II.1.10	5	0	3	8
II.2. FISCALIZAÇÃO				
II.2.1.	14	1	1	0
II.2.2	15	0	1	0
II.2.3	16	0	0	0
II.2.4	16	0	0	0
II.2.5	13	0	1	2
II.3. FIXAÇÃO DE REMUNERAÇÕES				
II.3.1	14	0	2	0
II.3.2	15	0	1	0
II.3.3	12	3	1	0
II.3.4	3	0	0	13
II.3.5	2	0	1	13
III. REMUNERAÇÕES				
III.1	16	0	0	0
III.2	14	1	1	0
III.3	10	0	4	2
III.4	9	0	5	2
III.5	15	0	0	1
III.6	3	0	0	13
III.7	1	0	0	15
III.8	15	0	0	1

IV. AUDITORIA				
IV.1	15	0	1	0
IV.2	11	1	4	0
IV.3	15	0	1	0
V. CONFLITOS DE INTERESSES E TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS				
V.1.	16	0	0	0
V.2	14	0	2	0
VI. INFORMAÇÃO	31	0	1	0
VI.1.	15	0	1	0
VI.2	16	0	0	0

Apêndice III - Adoção de Recomendações Ano 2016

Recomendações	Adota	Adota Parcialmente	Não Adota	Não Aplicável
I. VOTAÇÃO E CONTROLO DA SOCIEDADE				
I.1	15	1	0	0
I.2	13	0	3	0
I.3	15	0	1	0
I.4	5	0	2	9
I.5	14	1	1	0
II. SUPERVISÃO, ADMINISTRAÇÃO E FISCALIZAÇÃO				
II.1 SUPERVISÃO E ADMINISTRAÇÃO				
II.1.1.	15	0	0	1
II.1.2.	15	0	0	1
II.1.3	1	0	0	15
II.1.4	11	3	1	1
II.1.5	16	0	0	0
II.1.6.	15	0	0	1
II.1.7.	12	0	4	0
II.1.8.	16	0	0	0
II.1.9	15	0	0	1
II.1.10	6	0	3	7
II.2. FISCALIZAÇÃO				
II.2.1.	15	0	1	0
II.2.2	16	0	0	0
II.2.3	16	0	0	0
II.2.4	16	0	0	0
II.2.5	13	0	1	2
II.3. FIXAÇÃO DE REMUNERAÇÕES				
II.3.1	14	0	2	0
II.3.2	15	0	1	0
II.3.3	12	3	1	0
II.3.4	3	0	0	13
II.3.5	2	0	1	13
III. REMUNERAÇÕES				
III.1	16	0	0	0
III.2	14	1	1	0
III.3	10	0	4	2
III.4	9	0	5	2
III.5	15	0	0	1
III.6	3	0	0	13
III.7	1	0	0	15
III.8	15	0	0	1

IV. AUDITORIA				
IV.1	15	0	1	0
IV.2	14	1	1	0
IV.3	15	0	1	0
V. CONFLITOS DE INTERESSES E TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS				
V.1.	16	0	0	0
V.2	14	0	2	0
VI. INFORMAÇÃO				
VI.1.	14	0	2	0
VI.2	15	0	1	0

Apêndice IV – Adoção de Recomendações Ano 2017

Recomendações	Adota	Adota Parcialmente	Não Adota	Não Aplicável
I. VOTAÇÃO E CONTROLO DA SOCIEDADE				
I.1	15	1	0	0
I.2	13	0	3	0
I.3	15	0	1	0
I.4	5	0	2	9
I.5	15	1	0	0
II. SUPERVISÃO, ADMINISTRAÇÃO E FISCALIZAÇÃO				
II.1 SUPERVISÃO E ADMINISTRAÇÃO				
II.1.1.	15	0	0	1
II.1.2.	15	0	0	1
II.1.3	1	0	0	15
II.1.4	11	3	1	1
II.1.5	16	0	0	0
II.1.6.	15	0	0	1
II.1.7.	12	0	4	0
II.1.8.	16	0	0	0
II.1.9	15	0	0	1
II.1.10	6	0	3	7
II.2. FISCALIZAÇÃO				
II.2.1.	15	0	1	0
II.2.2	16	0	0	0
II.2.3	16	0	0	0
II.2.4	16	0	0	0
II.2.5	13	0	1	2
II.3. FIXAÇÃO DE REMUNERAÇÕES				
II.3.1	14	0	2	0
II.3.2	15	0	1	0
II.3.3	12	3	1	0
II.3.4	2	0	0	14
II.3.5	2	0	1	13
III. REMUNERAÇÕES				
III.1	16	0	0	0
III.2	14	1	1	0
III.3	11	0	4	1
III.4	10	0	5	1
III.5	15	0	0	1
III.6	2	0	0	14

III.7	2	0	0	14
III.8	14	0	0	2
IV. AUDITORIA				
IV.1	15	0	1	0
IV.2	15	1	0	0
IV.3	16	0	0	0
V. CONFLITOS DE INTERESSES E TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS				
V.1.	16	0	0	0
V.2	14	0	2	0
VI. INFORMAÇÃO				
VI.1.	15	0	1	0
VI.2	16	0	0	0

Apêndice V – Níveis de *Corporate Governance* das Empresas Brasileiras

Empresas	2015	2016	2017
AMBEV S/A	SI	SI	SI
BRASKEM	N1	N1	N1
BRF SA	NM	NM	NM
CCR SA	NM	NM	NM
CEMIG	N1	N1	N1
COSAN	NM	NM	NM
ELETRONBRAS	SI	N1	N1
EMBRAER	NM	NM	NM
EQUATORIAL	NM	NM	NM
ESTACIO PART	NM	NM	NM
FIBRIA	NM	NM	NM
GERDAU	N1	N1	N1
HYPERA	NM	NM	NM
JBS	NM	NM	NM
KLABIN S/A	N2	N2	N2
KROTON	N2	NM	NM
LOCALIZA	NM	NM	NM
LOJAS AMERIC	SI	SI	N1
LOJAS RENNER	NM	NM	NM
MAGAZ LUIZA	NM	NM	NM
MRV	NM	NM	NM
NATURA	NM	NM	NM
P. ACUCAR-CBD	N1	N1	N1
PETROBRAS	N1	N1	N1
QUALICORP	NM	NM	NM
RAIADROGASIL	NM	NM	NM
RUMO S.A.	NM	NM	NM
SABESP	NM	NM	NM
SID NACIONAL	SI	SI	SI
SMILES	NM	NM	NM
SUZANO PAPEL	N1	N1	NM
TELEF BRASIL	SI	SI	SI
TIM PART S/A	NM	NM	NM
ULTRAPAR	NM	NM	NM
USIMINAS	N1	N1	N1
VALE	N1	N1	N1
VIAVAREJO	N2	N2	N2

SI – Sem Informação

Apêndice VI – Níveis de *Corporate Governance* das Empresas Brasileiras

	2015		
N1		8	22%
N2		3	8%
NM		21	57%
Sem Informação		5	14%
		37	100%
	2016		
N1		9	24%
N2		2	5%
NM		22	59%
Sem Informação		4	11%
		37	100%
	2017		
N1		9	24%
N2		2	5%
NM		23	62%
Sem Informação		3	8%
		37	100%