



**Governação das Sociedades – análise comparativa entre as empresas  
portuguesas e espanholas cotadas em Bolsa**

**Andreia Daniela Pereira de Sousa**

**Dissertação de Mestrado**

**Mestrado em Auditoria**

**Porto – 2020**

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



**Governança das Sociedades – análise comparativa entre as empresas  
portuguesas e espanholas cotadas em Bolsa**

**Andreia Daniela Pereira de Sousa**

**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 Professora**

**Doutora Susana Adelina Moreira Carvalho Bastos**

**Porto – 2020**

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

## **Agradecimentos**

Quero agradecer do fundo do meu coração, à minha orientadora, a Professora Doutora Susana Bastos pela sua dedicação, disponibilidade, partilha de conhecimentos e pelo seu apoio na realização desta dissertação.

Agradeço ainda a todos os docentes deste mestrado pela forma como contribuíram para o crescimento do meu conhecimento. Um agradecimento especial à Professora Doutora Alcina Dias pela sua entrega e constante preocupação pelos interesses dos seus mestrandos.

Por fim, quero agradecer aos meus pais a sua permanente presença e apoio incondicional que, ao longo do meu percurso académico, foi fundamental. Obrigada!

## **Resumo:**

O crescimento das empresas leva à dispersão do capital, e conseqüentemente a um menor controlo dentro das organizações. Os acionistas delegam competências de gestão aos administradores, e por isso a assimetria de informação de ambas as partes é relativamente maior. Esta assimetria de informação resultou na criação de um código de boas práticas de governação, contemplando um conjunto de princípios e recomendações que as organizações devem relatar.

Este estudo pretende aferir sobre a importância das recomendações presentes no Código do Governo das Sociedades com a *performance* de empresas cotadas nas bolsas de valores de Portugal e de Espanha.

Apresenta-se o enquadramento teórico sobre a temática objeto desta investigação quer em Portugal, quer em Espanha. A metodologia adotada foi a quantitativa e qualitativa, onde se pretende dar resposta às questões de investigação: quanto maior o número de recomendações seguidas pelas empresas, maior é o grau de confiança transmitido aos *stakeholders*; quantas mais recomendações as empresas adotarem melhor é o seu desempenho? Entre os setores empresariais existem divergências significativas nas recomendações seguidas? Qual o seu impacto? Os riscos identificados pelas entidades dos diversos setores de atividade nos dois países são divergentes? As razões que as empresas usam para não adotarem as recomendações são plausíveis? As empresas que não adotam as recomendações têm a mesma influência nos diversos capítulos?

Como principais conclusões deste estudo, de referir uma proporção direta da *performance* das organizações com o seguimento das recomendações das organizações.

**Palavras chave:** Governo das Sociedades; Cultura Organizacional; Desempenho Organizacional; Recomendações.

## **Abstract:**

The growth of companies leads to the dispersion of capital, and consequently to less control within organizations. The shareholders delegate management skills to the administrators, and therefore the information asymmetry on both sides is relatively greater. This information asymmetry resulted in the creation of a code of good governance practices, covering a set of principles and recommendations that organizations must report.

This study aims to assess the importance of the recommendations contained in the Corporate Governance Code with the performance of companies listed on the Portuguese and Spanish stock exchanges.

The theoretical framework on the subject matter of this investigation is presented, both in Portugal and in Spain. The methodology adopted was quantitative and qualitative, where it is possible to answer the research questions: the greater the number of recommendations followed by companies, the greater the degree of confidence transmitted to stakeholders; the more recommendations that companies adopt, the better their performance is. Are there significant differences between the business sectors in the recommendations followed? What is its impact? Are the risks identified by entities in the different sectors of activity in the two countries divergent? Are the reasons companies use for not adopting the recommendations plausible? The companies that do not adopt the recommendations have the same influence on the several chapters?

As main conclusions of this study, to mention a direct proportion of the organizations performance with the follow-up of the organizations recommendations.

**Key words:** Corporate Governance; Culture; Performance; Recommendations.

# Índice Geral

<b>Capítulo - Introdução</b> .....	<b>1</b>
<b>Capítulo I – Revisão da Literatura</b> .....	<b>5</b>
1 Cultura e Relações de Poder nas Organizações.....	6
1.1 Cultura – definições genéricas para a sociedade global .....	6
1.2 Cultura nas organizações versus estrutura de “poder” .....	9
1.3 Cultura nas organizações em Portugal e Espanha .....	19
2 Governo das Sociedades .....	22
2.1 Génese, Objetivos em termos da sociedade global.....	22
2.2 Papel da auditoria na elaboração do relatório de governo das sociedades .	24
2.3 Governo das sociedades e a União Europeia.....	26
2.4 Portugal – Origem do Relatório de Governação das Sociedades .....	29
2.5 Espanha – Origem do Código de Boa Governação .....	32
<b>Capítulo II – Metodologias</b> .....	<b>35</b>
1. Metodologia da Investigação.....	36
2. Procedimentos de Recolha de Dados.....	40
3. Procedimentos de Análise e Tratamento dos Dados .....	40
3.1 Análise de Conteúdo.....	40
3.2 Análise Estatística.....	40
3.3 Triangulação de Dados .....	41
4. Problema e Objetivos do Estudo .....	41
5. Hipóteses de Estudo.....	42
6. Portugal.....	43
6.1 Contexto.....	43
6.2 Acionistas e Assembleia Geral.....	43
6.3 Administração não Executiva e Fiscalização .....	43
6.4 Administração Executiva.....	43

6.5	Avaliação Desempenho, Remunerações e Nomeações .....	44
6.6	Gestão de Risco .....	44
6.7	Informação Financeira .....	44
6.8	Comparação dos Códigos de 2018 versus 2020 .....	45
7.	Análise comparativa Portugal <i>versus</i> Espanha: Espanha .....	49
7.1	Introdução .....	49
7.2	Princípios .....	49
7.2.1	Aspetos Gerais .....	49
7.2.2	Assembleia Geral de Acionistas .....	49
7.2.3	Conselho de Administração .....	50
7.3	Recomendações .....	51
7.3.1	Aspetos Gerais .....	51
7.3.2	Assembleia Geral de Acionistas .....	51
7.3.3	Conselho de Administração .....	51
8.	Semelhanças Portugal e Espanha presentes no Relatório do Governo das Sociedades.....	52
8.1	Quanto aos princípios .....	55
8.2	Quanto às recomendações .....	55
8.3	Quanto à estrutura.....	56
9.	Diferenças nas recomendações em Portugal e Espanha .....	66
10.	Estudo Empírico .....	75
10.1	Recomendações Adotadas no Setor das Telecomunicações em Portugal ..	75
10.1.1	SONAECOM.....	75
10.1.2	PHAROL .....	83
10.2	Análise comparativa do Setor Telecomunicações .....	91
10.3	Procedimentos estatísticos .....	98
10.4	Medidas de Desempenho Financeiro.....	106

10.4.1	Relação da Autonomia Financeira <i>versus</i> Recomendações Adotadas	106
10.4.2	Relação da Independência Financeira <i>versus</i> Recomendações Adotadas	108
10.4.3	Relação do Endividamento Global <i>versus</i> Recomendações Adotadas	110
10.4.4	Relação do Solvabilidade <i>versus</i> Recomendações Adotadas.....	112
10.4.5	Relação do Solvabilidade Total <i>versus</i> Recomendações Adotadas..	114
10.4.6	Relação do Liquidez Geral <i>versus</i> Recomendações Adotadas.....	116
10.4.7	Relação da Rendibilidade do Capital Próprio <i>versus</i> Recomendações Adotadas	118
10.4.8	Relação da Rendibilidade Líquida das Vendas <i>versus</i> Recomendações Adotadas	120
10.5	Recomendações adotadas por setores.....	122
<b>Capítulo III – Apresentação, Interpretação e Discussão dos Resultados.....</b>		<b>136</b>
11.	Discussão dos Resultados.....	137
<b>Capítulo IV – Conclusão .....</b>		<b>154</b>
12.	Considerações Finais .....	154
13.	Limitações do Estudo .....	161
14.	Sugestões para Investigações Futuras.....	161
<b>Referências bibliográficas.....</b>		<b>162</b>

## **Índice de Figuras**

Figura 1 - Comparação da Cultura Organizacional (valores em %)	19
Figura 2 - Modelo do Governo das Sociedades do IAA	25
Figura 3 - Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Espanholas na Parte I - Aspectos Generales, no Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas	143
Figura 4 - Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Espanholas na Parte II - Junta General de Accionistas, no Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas	145
Figura 5 - Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Espanholas na Parte III – Conselho de Administração, no Código de Boa Governação das Sociedade Cotadas	147

## Índice de Tabelas

Tabela 1 - Diferença entre a Distância ao Poder .....	11
Tabela 2 - Diferença entre o Individualismo e o Coletivismo.....	12
Tabela 3 – Diferença entre a Feminilidade e a Masculinidade.....	13
Tabela 4 - Diferença do Índice quanto à Incerteza .....	14
Tabela 5 - Diferença entre a Orientação a curto <i>versus</i> longo prazo.....	15
Tabela 6 – Diferença entre a Indulgência <i>versus</i> Restrição.....	15
Tabela 7 - Modelo <i>Denison Organizational Culture Survey</i> .....	18
Tabela 8 - Fonte Legislativa Portuguesa no Governo das Sociedades .....	31
Tabela 9 - Questões de Investigação .....	34
Tabela 10 - Diferença entre os Métodos Quantitativos e Qualitativos.....	38
Tabela 11 - Empresas Cotadas em Bolsa por Setor e País .....	53
Tabela 12 - Resumo dos pontos comuns Portugal <i>versus</i> Espanha.....	57
Tabela 13 - Análise Comparativa Informação RGS Portugal Espanha.....	58
Tabela 14 - Setores Comuns entre Portugal e Espanha .....	99
Tabela 15 – Adoção das recomendações ou não pelas Empresas Portuguesas .....	100
Tabela 16 - Análise Estatística das Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Portuguesas.....	101
Tabela 17 - Adoção das Recomendações ou não pelas Empresas Espanholas .....	102
Tabela 18 - Análise Estatística das Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Espanholas.....	103
Tabela 19 - Recomendações adotadas ou não por Setor em Portugal .....	122
Tabela 20 - Análise Estatística das Recomendações Adotadas ou não por Setor em Portugal.....	123
Tabela 21 - Recomendações adotadas ou não por Setor em Espanha .....	123
Tabela 22 - Análise Estatística das Recomendações Adotadas ou não por Setor em Espanha.....	124
Tabela 23 - Comparação das Recomendações Adotadas ou não por Setor entre Portugal e Espanha.....	124
Tabela 24 - Análise Estatística na Adoção ou não das Recomendações por Setor entre Portugal e Espanha .....	125
Tabela 25 - Recomendações seguidas pelas Empresas Portuguesas .....	149
Tabela 26 - Recomendações Seguidas pelas Empresas Espanholas.....	152

Tabela 27 - Análise das recomendações semelhantes adotadas ou não entre Portugal e Espanha.....	153
Tabela 28 - Impacto dos Rácios em Portugal e Espanha.....	156
Tabela 29 - Percentagem das recomendações adotadas por capítulo em Portugal.....	159
Tabela 30 - Percentagem das recomendações adotadas por capítulo em Espanha.....	160

## Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Adoção ou não das Recomendações entre Empresas Portuguesas e Espanholas .....	104
Gráfico 2 - Desvio Padrão sobre a adoção ou não das Recomendações entre Empresas Portuguesas e Espanholas .....	105
Gráfico 3 - Relação entre as Recomendações Adotadas e o Rácio da Autonomia Financeira nas Empresas Portuguesas .....	106
Gráfico 4 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Autonomia Financeira nas Empresas Espanholas .....	107
Gráfico 5 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Independência Financeira nas Empresas Portuguesas .....	108
Gráfico 6 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Independência Financeira nas Empresas Espanholas .....	109
Gráfico 7 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio do Endividamento Global nas Empresas Portuguesas .....	110
Gráfico 8 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio do Endividamento Global nas Empresas Espanholas .....	111
Gráfico 9 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Solvabilidade nas Empresas Portuguesas .....	112
Gráfico 10 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Solvabilidade nas Empresas Espanholas .....	113
Gráfico 11 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Solvabilidade Total nas Empresas Portuguesas.....	114
Gráfico 12 -Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Solvabilidade Total nas Empresas Espanholas.....	115
Gráfico 13 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Liquidez Geral nas Empresas Portuguesas .....	116
Gráfico 14 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Liquidez Geral nas Empresas Espanholas .....	117
Gráfico 15 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Rendibilidade dos Capitais Próprios nas Empresas Portuguesas.....	118
Gráfico 16 -Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Rendibilidade dos Capitais Próprios nas Empresas Espanholas.....	119

Gráfico 17 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Rendibilidade Líquida das Vendas nas Empresas Portuguesas .....	120
Gráfico 18 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Rendibilidade Líquida das Vendas nas Empresas Espanholas .....	121
Gráfico 19 - Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Portuguesas no Capítulo I – Parte Geral no CGS .....	137
Gráfico 20 - Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Portuguesas no Capítulo II - Acionistas e Assembleia Geral, no CGS .....	138
Gráfico 21 - Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Portuguesas no Capítulo III – Administração não Executiva e Fiscalização, no CGS.....	139
Gráfico 22 - Figura 31 - Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Portuguesas no Capítulo IV - Administração Executiva, no CGS.....	140
Gráfico 23 - Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Portuguesas no Capítulo V - Avaliação de Desempenho, Remunerações e Nomeações, no CGS .....	141
Gráfico 24 - Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Portuguesas no Capítulo VI - Gestão de Risco, no CGS .....	142
Gráfico 25 - Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Portuguesas no Capítulo VII - Informação Financeira, no CGS .....	143

## Lista de abreviaturas

BRM	Business Risk Management
AAA	<i>American Accounting Association</i>
AICPA	<i>American Institute of Certified Public Accounts</i>
Business KPIs	Key Performance Indicators of Business Activity
CEO	<i>Chief Executive Officers</i>
CFO	<i>Chief Financial Officers</i>
CGS	Código do governo das Sociedades
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
COSO	Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
ERM	Enterprise Risk Management
FEI	<i>Financial Executives International</i>
KPIs	Key Performance Indicators
IAA	<i>Institute of International Auditors</i>
IIA	<i>Institute of International Auditors</i>
IMA	<i>Institute of Management Accountants</i>
IPAI	Instituto Português de Auditoria Interna
IPCG	Instituto Português de Corporate Governance
ISO	<i>International Organization for Standardization</i>
NCRF	Norma Contabilística e de Relato Financeiro
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
PCAOB	<i>Public Company Accounting Oversight Board</i>
ROC	Revisor Oficial de Contas
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SOX	<i>Sabarnnes-Oxley Act</i>
TSR	<i>Total Shareholder Return</i>

## **CAPÍTULO - INTRODUÇÃO**

---

O Governo das Sociedades pretende conjugar princípios e recomendações que transmitam práticas organizacionais, que transmitam confiança na informação divulgada aos *stakeholders*.

A cultura é um fator que representa uma forte influência nas organizações, dependendo do local onde estas se encontram localizadas. Assim sendo, o conhecimento do meio contextual e transaccional da organização é fundamental para perceber a cultura empresarial associada às organizações.

A criação de um código do governo das sociedades, veio proporcionar uma segurança reforçada aos utentes dos Relatórios e Contas das organizações. A introdução de um conjunto de informações contidas no código do governo das sociedades potencia uma maior transparência e conhecimento das medidas de auditoria e de controlo interno das organizações.

O Código do Governo das Sociedades veio aumentar a confiança dos *stakeholders* nas divulgações prestadas, uma vez que, desta forma é dado a conhecer de que forma os princípios e as recomendações são adotadas pelas organizações em geral e, as empresas em particular.

Este estudo pretende aferir sobre o impacto das recomendações aceites pela gestão de determinadas empresas cotadas em bolsa no desempenho das mesmas.

Como objetivos principais, de destacar o impacto que a adoção das recomendações tem na *performance* das empresas cotadas em Bolsa em Portugal e em Espanha; identificar quais as recomendações relevantes presentes nos Relatórios de Governo das Sociedades nas empresas objeto deste estudo; e a análise das empresas objeto deste estudo, se existe uma relação direta entre a melhoria na performance da empresa e a adoção das recomendações.

O presente estudo encontra-se dividido em quatro capítulos. O primeiro apresenta o enquadramento teórico, nomeadamente o conceito de cultura empresarial, a sua génese e a sua evolução, e é ainda apresentada a cultura empresarial portuguesa e espanhola. No segundo, sobre o governo das sociedades, apresenta-se a sua génese e evolução a nível nacional e internacional.

No capítulo II surge a descrição sobre os métodos utilizados, nomeadamente uma análise à estrutura, princípios e recomendações contidas no código do governo das sociedades. A comparação dos relatórios de governo das sociedades das empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa e espanhola é apresentada com recurso à estatística descritiva e inferencial das recomendações seguidas por parte destas organizações e ao cálculo de indicadores económicos e financeiros no sentido de aferir sobre o seu desempenho.

Dos Relatórios e Contas analisados, foram identificados os riscos assumidos pelas organizações, por forma a perceber qual o impacto da cultura organizacional no seguimento das recomendações. Por fim, foi realizado um apuramento das justificações dadas pelas organizações, pelo facto de não usarem as recomendações, no sentido de perceber se, estas são ou não válidas (coerentes).

No capítulo III apresenta-se a interpretação e a discussão dos resultados obtidos, sobre o impacto na *performance* das organizações com a adoção das recomendações. Tendo em conta a cultura empresarial, foi discutida a sua influência na performance organizacional, através da identificação dos riscos, por empresa, e, por setor de atividade.

Por último, o capítulo IV diz respeito às considerações finais sobre os resultados alcançados neste estudo efetuado e à validação das hipóteses em apreço.

Em suma, o número de recomendações seguidas tem um impacto considerável na *performance* na gestão das organizações. Cada organização segue as recomendações tendo em vista a cultura organizacional, nomeadamente o setor de atividade e a sua própria dimensão. Por isso, podemos ver que algumas empresas não seguem algumas recomendações dada a sua singularidade e, reajustam as recomendações à sua própria estrutura. E, algumas empresas não explicam o porquê de não adotarem as recomendações, indicam, em regra, o que não cumprem.

## **CAPÍTULO I – REVISÃO DA LITERATURA**

---

# **1 Cultura e Relações de Poder nas Organizações**

## **1.1 Cultura – definições genéricas para a sociedade global**

Na literatura o termo da cultura organizacional possui várias definições, não existe um consenso quanto à sua definição como defende Barney (1986), Abu-Jarad, Yusof & Nikbin (2010). A palavra “cultura” tem origem na antropologia social, “as vivências de qualquer grupo humano específico que seja transmitida de geração para a geração seguinte”, de acordo com Paschini (2006). A cultura, na literatura antropológica, ficou conhecida por uma componente do sistema social manifestando-se através da crença, arte, moral, e leis adquiridas pelo ser humano (Neves, 2000).

E. Jacques citou pela primeira vez a terminologia “cultura organizacional” em 1951, de acordo com Yong (2012). A cultura organizacional ganhou uma maior ênfase nos anos 80 devido ao sucesso das organizações japonesas (Campos, Rédua, & Alvareli, 2011). As organizações japonesas acreditavam que quanto maior fosse o envolvimento dos colaboradores na missão, visão, valores e objetivos melhor seria o seu desempenho. As principais referências Hofstede (1991), Schein (1992) e Sainsaulieu (1997) propõem que a cultura seja como uma “programação mental” compreendendo todas as suas implicações, desde as crenças, à criação de sentido e de expressão a partir de padrões de comportamentos e grupos de pertença (Lopes, 2010).

Nos anos 1900, a cultura organizacional estava diretamente influenciada pela produção em massa. Dos anos 2000 em diante, a cultura organizacional teve que mudar ligeiramente, visto que a produção em massa foi “substituída” pela inovação, criatividade, e pela satisfação do cliente, quer em serviços como em produtos. O governo das sociedades era visto como um instrumento da salvaguarda e fortalecimento dos ativos.

Atualmente é visto como uma forma de transmitir confiança, a trabalhadores, clientes, fornecedores, investidores, acionistas, entre outros.

A forte globalização e a integração nos mercados financeiros internacionais, segundo Baker (2002) e Peristiani (2013) refletem a diversificação da carteira de negócios, bem como a sua internalização, por isso, é necessária a existência de estratégias, sendo estas influenciadas pela cultura nacional (Friedland & Alford, 1990); (Hickson & Pugh, 1995) e (Naor, 2010).

North (1990) refere que as economias são influenciadas pelas instituições e pelas políticas nelas adotadas. Existem empresas que adotam políticas para a inovação, criando um crescimento e desenvolvimento sustentável, e outras para a estagnação o que leva as organizações a terem pessoas com diferentes mentalidades, ou seja, pessoas que estejam abertas a novos desafios, viradas para a inovação e outras não, por isso, as organizações têm que adotar políticas que vão de acordo com a sua ideologia.

Williamson (1988) aponta para o facto de se estabelecerem contratos formais e informais mas prevendo, estes as contingências possíveis. Estas contingências poderão ser preenchidas através da cultura (Aggarwal & Goodell, 2009), formalmente, pelas instituições e, informalmente, através das normas, valores, costumes e códigos associados às pessoas de cada organização (Williamson, 2000).

Segundo Mesjasz (2011) as práticas das empresas são influenciadas por leis e condições aplicáveis à organização dependendo de fatores políticos, culturais e sociais. Stulz & Williamson (2003) e Culpperpper (2011) defendem que os fatores políticos, culturais e sociais influenciam o sistema da organização ao nível da regulamentação, organizacional, do funcionamento do mercado de capitais e do mercado de trabalho. Roe (2003), Bebchuk & Neeman (2010) defendem que o sistema político é confrontado por diversos interesses de vários grupos e que prevalece o mais forte, e este vai influenciar a vida económica e social da organização. Stulz & Williamson (2003) refere que não é somente a influência política que influencia o funcionamento da organização, apontando para a importância da cultura e das normas sociais. O conjunto destes fatores são predominantes na vida de uma organização, moldando a sua cultura e o seu funcionamento. As leis emitidas por cada país, os valores e costumes definem a cultura e o sucesso da mesma. A fundamentação

acima referida, também é defendida por Hall & Soskice (2001) e Gingerich (2009). Em suma, a conjugação destes fatores, políticos, sociais, culturais e regulamentos, é fundamental para o bom funcionamento da organização, tendo impactos expressivos no manual/código de governação da organização.

Leovaridis & Cismaru (2014) referem que a cultura identifica as organizações. Esta vai desde as suas crenças, valores, normas, e linguagens, estabelecendo regras que podem ser mais ou menos formais. A cultura vem do passado até ao presente, sendo a construção da história de um negócio. A cultura, ou o estudo da cultura é uma temática complexa e que tem um impacto significativo no comportamento das pessoas/indivíduos, que podem ser visíveis ou invisíveis, conscientes ou inconscientes. Assim, como cada pessoa tem uma personalidade própria, cada organização tem a sua própria identidade, na forma como dirige/lidera a organização internamente, daí a importância de estudarem a influência na atuação dos líderes (Bastos & Cyrne, 2017). Como consequência, no seio de cada organização pode existir mais do que uma cultura, de acordo com Machado & Carvalho (2008).

## 1.2 Cultura nas organizações versus estrutura de “poder”

Existem várias pesquisas sobre o estudo das dimensões culturais. Uma delas é a dimensão segundo Handy (1978) que se divide em quatro dimensões:

- Cultura de poder – observada facilmente nas pequenas organizações, onde existe uma centralização de poder e de decisões;
- Cultura de papéis – definição de funções e especializações, normalmente distribuídas por departamentos e setores;
- Cultura de tarefas – assume-se que as pessoas são recursos para a realização das tarefas;
- Cultura de pessoas – valorização individual dos indivíduos, nomeadamente o *know-how* específico de cada indivíduo, com privilégio para os projetos individuais.

Outro modelo que tem em conta não só o ambiente interno, mas também o ambiente externo, nomeadamente a estabilidade e a mudança, o modelo de Quinn & McGrath (1985) considera as seguintes culturas:

- Cultura do clã – conjunto de normas e valores de um grupo, com a participação e partilha de novas descobertas;
- Cultura de inovação – esta cultura tem em conta a mudança, flexibilidade, novas oportunidades de expansão e de crescimento;
- Cultura de hierarquia – tem em conta a estrutura organizacional vertical, com autoridades bem alinhadas, associada a processos mais burocráticos;
- Cultura de racionalidade – assenta em valores de produção e de recompensas pelo seu desempenho.

Trompenaars (1994) divide em duas dimensões distintas, uma na igualdade ou hierarquia e a outra no que diz respeito às tarefas ou às pessoas. Com base nesta divisão, o autor sugere:

- Cultura familiar – laços familiares ou relacionamentos próximos com base em níveis hierárquicos;
- Cultura torre Eiffel – assente na burocracia formal, guiada pela racionalidade e especificação das funções;
- Cultura do míssil teleguiado – com base no desempenho por metas ou projetos, pressupondo a igualdade entre os colaboradores;
- Cultura incubadora – tem como base a satisfação dos colaboradores, permitindo o desenvolvimento da carreira com base na igualdade e sem preconceitos.

Surgem outros estudos sobre as diferenças culturais (Hofstede, 1991), esse estudo foi considerado, por muitos, o mais importante. Este foi realizado na IBM entre 1967 e 1973, envolvendo mais de 40 países. Hofstede tentou responder a um *set* de questões através das quatro dimensões: individualismo/coletivismo, distância ao poder, masculinidade/feminilidade e à incerteza. Mais tarde, acrescentou mais duas dimensões: orientação curto/longo prazo e indulgência/restricção. Hofstede define a cultura como sendo “*programming of the mind distinguishing the members of one group or category of people from others*”. Para este, os indivíduos têm, no seu interior, formas de pensar, sentir e de agir diferentes que foram apreendidas ao longo da sua vida, e o seu comportamento é apenas um programa mental parcial.

As dimensões associadas ao estudo de Hofstede são:

- Desigualdade social e a concentração do poder – Hofstede define poder como a forma de influenciar o comportamento dos outros. Considera que dentro das organizações existem desigualdades ao nível do poder. Formalmente observadas, nas relações hierárquicas, entre chefias e outros níveis de hierarquia. Todavia, esta desigualdade varia entre as culturas nacionais. Entre culturas, onde a distância ao poder é mais elevada, são aceites ordens sem questionar, dadas por pessoas de nível hierárquico superior. E, passa-se exatamente o contrário numa menor

distância face ao poder, os indivíduos lutam pela igualdade de poder, havendo uma maior aproximação entre as chefias, ou seja, os subordinados sentem-se próximos das chefias e manifestam a sua opinião. Em suma, Hofstede defende que existe uma elevada resistência à mudança que considera natural no caso da existência de um elevado nível de poder, enquanto que, ao mais baixo nível existe maior participação dos colaboradores.

Tabela 1 - Diferença entre a Distância ao Poder

Elevado nível de poder	Baixa do nível de poder
Centralização do poder	Descentralização do poder
Diferenças salariais elevadas	Diferenças salariais relativamente pequenas
Os subordinados esperam que lhes digam o que fazer	Os superiores são acessíveis aos subordinados
Elevada supervisão ao longo da linha hierárquica	Supervisão é desvalorizada
Pouca contestação por parte dos subordinados	Os subordinados esperam que sejam consultados antes da tomada de uma decisão
Pouca cooperação	Os colaboradores são mais capazes de confiar e cooperar com os outros

Fonte: Adaptado de Hofstede (2001), p. 107-108

- Individualismo/Coletivismo - O individualismo é definido como uma preferência por uma estrutura social pouco unida, os indivíduos cuidam apenas de si mesmos, prevalecendo os seus interesses. Ou seja, uma sociedade individual privilegia a autonomia, como um valor imprescindível (Boundon, 1995). Enquanto, no coletivismo os indivíduos não funcionam de forma autônoma, mas como alguém que pertence a um grupo, existindo uma maior proteção e lealdade por parte dos colaboradores.

Tabela 2 - Diferença entre o Individualismo e o Coletivismo

Individualismo	Coletivismo
Independência	Menor autonomia
Relações contratuais	Desejo da presença de familiares na empresa
Atuam de acordo com os seus interesses	Relações de lealdade, proteção
Buscam recompensas materiais	Grande envolvimento e dependência emocional dos membros relativamente à organização
As tarefas sobrepõem-se às relações interpessoais	Relações interpessoais
	As decisões em grupo têm melhor qualidade

Fonte: Adaptado de Hofstede (2001), p. 244-245; Hilal (2006), p. 147

- Gênero – Nas sociedades tradicionais a cultura predominante é a masculina. Esta dimensão está associada à conquista, heroísmo, assertividade e a recompensas. A cultura feminista está associada à cooperação, modéstia e à qualidade de vida. Esta varia pouco entre as sociedades, ao contrário da cultura masculina.

Tabela 3 – Diferença entre a Feminilidade e a Masculinidade

Masculinidade	Feminilidade
Ênfase nos resultados	Importância das relações, cooperação
Recompensas com base na equidade, ou seja, com base no desempenho	Qualidade no trabalho
Realização Pessoal	Pouca motivação para a realização pessoal
Importância e reconhecimento, evolução na carreira, ganhos materiais	O trabalho não é central na vida
Competição	Recompensa na base da igualdade e não da equidade
Viver para o trabalho	Gestor menos visível
Gestor – decisivo, assertivo e agressivo	Preocupações com soluções em grupo

Fonte: Adaptado de Hofstede (2001), p. 318

- Índice de Aversão à Incerteza – Esta dimensão expressa o grau de incerteza e ambiguidade com que as organizações se debatem. Este grau de incerteza está parcialmente associado à cultura e personalidade dos membros das organizações. Quanto mais alto é o índice, mais rígidos são os códigos das organizações. As organizações com elevado grau de índice de incerteza tentam minimizar os impactos à mudança, através de códigos de comportamento rígidos, regras e leis. As organizações onde este indicador é mais baixo, possuem uma atitude mais relaxada, na qual a prática tem mais influência que os princípios.

Tabela 4 - Diferença do Índice quanto à Incerteza

Elevado índice à incerteza	Baixo índice à incerteza
Elevada ansiedade e preocupação com o futuro	Elevado “turnover” nas organizações
Elevado <i>stress</i>	Baixo <i>stress</i>
Tendência/desejo para permanecer na mesma empresa	Preferência por orientações amplas e gerais
Lealdade é entendida como uma virtude	As regras são estabelecidas apenas em caso de necessidade
Ambição pessoal e competição mas é aceite entre colaboradores	Elevada competição de forma justa e adequada
Baixa motivação e progressão na carreira	Estímulo para a inovação
Organizações reduzem a incerteza interna	Assunção de riscos
Baixa tolerância ao que não é estruturado	Gestores envolvidos com questões estratégicas e não de mero funcionamento quotidiano
Necessidade de regras e leis	Reduzidas regras
Hierarquia clara e respeitada	Reduzidas hierarquias
Resistência à mudança	Delegação mais completa

Fonte: Adaptado de Hofstede (2001), p. 160, 169-170

- Orientação para o curto *versus* longo prazo - As organizações que privilegiam a orientação para o longo prazo estão direcionadas para as possíveis mudanças. Ao contrário, as organizações orientadas para o curto prazo, potenciam as vantagens do passado e do presente, desde o respeito do cumprimento das obrigações sociais e das tradições organizacionais.

Tabela 5 - Diferença entre a Orientação a curto *versus* longo prazo

Orientação para Curto Prazo	Orientação para Longo Prazo
Com base nos eventos passados ou que estão a ocorrer	Com base nos possíveis eventos futuros
Firmeza e estabilidade pessoal	Propensa à mudança
Orientações universais entre o bem e o mal	O bem e o mal dependem das circunstâncias
Orgulho da nação	Aprender com os outros países

Fonte: Adaptado de Hofstede (2001), p. 360, 366

- Indulgência *versus* Restrição - A indulgência na sociedade está relacionada com as necessidades dos indivíduos, caracterizada pelo comportamento humano quanto aos desejos/sentimentos como o lazer, a diversão, amigos entre outros. A restrição é classificada perante as organizações, como as pessoas se sentem a desfrutar das suas vidas (Iwamoto, 2013).

Tabela 6 – Diferença entre a Indulgência *versus* Restrição

Indulgência	Restrição
Elevada percentagem de pessoas felizes	Baixa percentagem de pessoas felizes
Perceção do controlo da vida	Pouca perceção do controlo da vida
Liberdade e lazer peças fundamentais	Liberdade e lazer não são peças essenciais

Fonte: Adaptado de Hofstede (2001)

Mais tarde, Hofstede sugere seis dimensões a partir do cruzamento dos fatores anteriormente referidos:

- Culturas orientadas para processos ou para resultados – expressa o nível de oposição entre as organizações que se preocupam com os meios e ponderam os riscos associados com as decisões estratégicas, contrastando com as organizações que assumem os riscos na procura dos resultados previstos;
- Culturas orientadas para os colaboradores ou para as tarefas – a primeira preza o bem-estar dos colaboradores e a segunda exerce pressão dos colaboradores para obter melhores resultados, sem ter em consideração a sua saúde;
- Culturas orientadas para as pessoas ou profissionais – a cultura paroquial assenta na identidade dos colaboradores, nomeadamente a nível familiar ou pessoas chegadas, contrapondo a cultura profissional que tem em vista a qualificação, as capacidades dos indivíduos;
- Culturas de sistema aberto ou fechado – a entrada de novos colaboradores é mais acessível do que no sistema fechado, onde os novos colaboradores precisam lidar e adaptarem-se aos rituais e segredos dos grupos existentes;
- Cultura liberal ou restrita – as organizações são mais flexíveis quer ao nível dos horários, se sentem ou não à vontade para criticar a estrutura organizacional ou se têm de se restringir às regras a nível da pontualidade, aos compromissos para não serem punidos;
- Culturas normativas ou pragmáticas – as organizações normativas seguem e criam regras para serem seguidas, e as organizações pragmáticas estão orientadas para as necessidades do público-alvo e do mercado.

Cameron & Quinn (2006) desenvolveram um estudo mais complexo sobre a estratégia de uma mudança que permite adquirir uma vantagem competitiva. Para tal, estes autores defendem as seguintes culturas:

- Cultura Clã – esta cultura assenta em laços familiares, partilhando valores tais como a visão, os objetivos, e a participação.
- Cultura Hierárquica – caracteriza-se por uma estrutura bem estruturada e delineada, com procedimentos que orientam as pessoas, com o objetivo de manter a estabilidade e eficiência.
- Cultura Mercado – esta cultura centra-se no ambiente externo em detrimento do ambiente interno, assenta na vantagem competitiva, fidelização de clientes e voltada para os resultados. Segundo Yesil & Kaya (2013) associam valores como a competitividade, eficiência e eficácia de modo a potenciar o seu desempenho.
- Cultura Adocrática – esta cultura é a melhor para o século XXI. Esta cultura assume a inovação e a criação de novos produtos e serviços, com o objetivo de maximizar o empreendedorismo e a criatividade.

No estudo mais recente Lousã & Gomes (2015) destacam-se no desenvolvimento do modelo *Denison Organizational Culture Survey*. Este modelo assenta nos fatores internos, ou seja, dentro da organização (as relações integrantes) e nos fatores externos (mercado).

Tabela 7 - Modelo *Denison Organizational Culture Survey*

Dimensões		Indicadores	
Envolvimento	Interação dos indivíduos dentro da organização	<i>Empowerment</i>	Iniciativa, Responsabilização, Gestão
		Orientação para a equipa	Valorização do trabalho coletivo em volta dos objetivos comuns
		Capacidade de Desenvolvimento	Desenvolvimento de competências
Consistência	Partilha de Valores Fundamentais	Valores Nucleares	Valores comuns, Identidades e Expetativas conjuntas
		Acordo	Capacidade de aceitar aspetos divergentes
		Coordenação e Integração	Capacidade de diversas unidades trabalharem em coordenação para atingir os objetivos
Adaptabilidade	Capacidade da organização se adaptar às mudanças	Criação de Mudança	Capacidade de responder às mudanças/tendências do mercado (ou a antecipação)
		Foco no cliente	Orientação para as necessidades dos clientes
		Aprendizagem organizacional	Capacidade de receber, traduzir e interpretar os sinais do meio envolvente para aproveitar as oportunidades do meio externo
Missão	Direção Estratégica – definem os objetivos e cenários futuros	Direção Estratégica e Intenção	Clareza no propósito da organização e participação dos membros da direção
		Metas e Objetivos	Sintonia com a missão e visão da organização
		Visão	Estratégia a médio e longo prazo de acordo com os valores da organização

Fonte: Adaptado de Lousã e Gomes (2015)

### 1.3 Cultura nas organizações em Portugal e Espanha

Hofstede Insights (2020) analisa as seis dimensões de diferentes países, nomeadamente de Portugal e de Espanha.

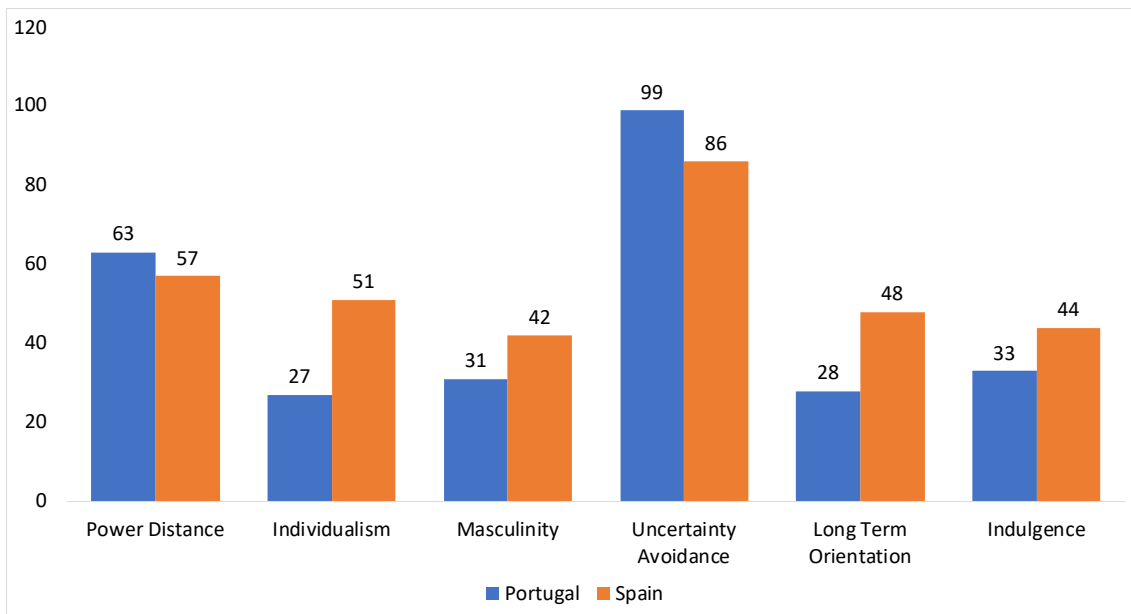


Figura 1 - Comparação da Cultura Organizacional (valores em %)

Fonte: Hofstede Insights (2020), acessado a 25/05/2020: <https://www.hofstede-insights.com/country-comparison/portugal,spain/>

Relativamente a Portugal:

- Distância ao poder - apresenta 63% nesta dimensão, isto significa, que a cultura portuguesa aceita a hierarquia, e aqueles que ocupam os cargos mais elevados são vistos como privilegiados.
- Individualismo *versus* Coletivismo – com 27%, nesta dimensão, em comparação com os países europeus é considerado coletivista, predominam as relações de “grupo”, extensão de família, ou seja, relações de lealdade prolongadas no tempo.
- Feminilidade *versus* Masculinidade – com 31% nesta dimensão, reflete o consenso. Isso significa, que não é excessivamente competitiva, os conflitos são resolvidos por consenso.
- Índice à incerteza – com 99%, significa elevado índice relativamente à incerteza. Esta dimensão caracteriza-se pela necessidade de códigos e regras. Por norma, existe uma resistência à inovação.
- Orientação para Curto *versus* Longo Prazo – Com a pontuação relativamente baixa de 28%, o que significa que a cultura portuguesa tem uma forte preocupação em estabelecer a verdade, grande respeito pelas tradições, baixa propensão para economizar para o futuro.
- Indulgência *versus* Restrição – o valor para esta dimensão situa-se nos 33%, o que indica uma cultura de restrições, as pessoas tendem a ser cínicas e pessimistas.

Relativamente a Espanha:

- Distância ao poder – apresenta 57% nesta dimensão, a cultura espanhola aceita a hierarquia. As pessoas aceitam as ordens hierárquicas.
- Individualismo *versus* Coletivismo – com 51% torna-se coletivista. Para a cultura espanhola, o trabalho em grupo é encarado como natural.
- Feminilidade *versus* Masculinidade – com 42% privilegiam o consenso.
- Índice à Incerteza – com 86% significa elevado nível de incerteza. A cultura espanhola é caracterizada pela abundância de regras, qualquer mudança é traduzida em *stress* e, por isso são obrigadas a redefinir as leis e regras.
- Orientação para Curto *versus* Longo Prazo – apresenta 48% nesta dimensão, e traduz-se num país de normas, a população procura resultados rápidos sem atrasos devido à sua estrutura bem definida e clara.
- Indulgência *versus* Restrição – os valores para esta dimensão situa-se nos 44%, e por isso não é considerada uma sociedade indulgente. Indicando que a cultura espanhola tem restrições pelas normas sociais.

## **2 Governo das Sociedades**

### **2.1 G3nese, Objetivos em termos da sociedade global**

A express3o Governo das Sociedades refere-se 3s rela33es entre a gest3o da sociedade, desde acionistas, conselho de administra33o, alta dire33o e aos restantes membros (CMVM, 1999).

O conceito governo das sociedades est3 ligado 3 organiza33o social desde a sua exist3ncia. Todas as organiza33es adotam uma estrutura e princ3pios, quer as microempresas, pequenas, m3dio e grandes empresas, e s3o influenciadas (Davis, 2006).

O conceito governo das sociedades n3o tem uma defini33o concreta (OCDE, 2004). Existem v3rios fatores que influenciam o governo das sociedades, nomeadamente o contexto hist3rico e geogr3fico. P3rez (2003) defende que o governo das sociedades 3 influenciado quer pelas institui33es e organiza33o dos poderes pol3ticos e judicial, quer pelo mercado econ3mico e seu desenvolvimento, e, por 3ltimo, pela cultura e valores assumidos a n3vel individual e coletivo.

O conceito governo das sociedades 3 um termo recente na literatura acad3mica, no entanto, existem estudos que datam do s3culo XVIII realizados por Smith (1776). A primeira defini33o deste conceito remete-nos para o s3culo XX, quando Berle & Means (1932) consideraram que o governo das sociedades era constitu3do por um conjunto de instrumentos internos e externos para harmonizar os conflitos de interesses entre os acionistas e os gestores, com a conseq3ente separa33o entre a propriedade e a gest3o. A partir da d3cada de setenta, foram efetuados v3rios estudos e publicados in3meros artigos cient3ficos, da3 resultando v3rias defini33es sobre o governo das sociedades. Nomeadamente a de Cadbury, que (Cadbury, Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992): define governo das sociedades como um mecanismo atrav3s do qual as organiza33es s3o geridas e controladas. Os autores Vishny & Shleifer

(1997), definem métodos através dos quais os financiadores das organizações garantem o retorno dos investimentos. Enquanto Gillan & Starks (1998) apresentam um conjunto de leis e regras que controlam uma organização. Em 1999, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) define o governo das sociedades como um sistema através do qual as empresas são controladas e dirigidas, na especificação de responsabilidades e na distribuição de direitos, estabelecendo mecanismos que garantem a concretização dos objetivos.

Segundo Salleh & Ahmad (2008) a governação das sociedades dirige a organização através de normas e regulamentos. Jensen & Meckling (1976) defendem que a teoria da agência estabelece um nexo de causalidade entre quem dirige a organização e quem executa. Ou seja, devem diferenciar-se quem são os proprietários de quem dirige a organização. É necessário delegar as competências dos gerentes na medida em que estes atuam perante os interesses dos proprietários, para não dar lugar a conflitos de interesse. Por isso, as recompensas associadas aos gerentes estão relacionadas com o desempenho contínuo da organização.

Apesar de não existir uma definição sólida, o conceito do governo das sociedades tem pontos em comum na forma como as empresas são geridas de forma a criarem valor (Cadbury,2000; Fadhillah & Hapsoro, 2017), e “tem como atributos principais a transparência e a responsabilidade e deve contemplar mecanismos que induzam a uma eficiente, eficaz e útil afetação dos recursos que exijam o comprometimento pelo modo como são utilizados” (Oliveira, H. M. S., (2015).

Em suma, o governo das sociedades tem como principal objetivo proteger os interesses dos acionistas, nomeadamente a equidade na tomada de decisão dentro da organização, bem como todas as relações envolventes, e esta gestão da sociedade deverá ter uma supervisão sólida e eficaz.

## **2.2 Papel da auditoria na elaboração do relatório de governo das sociedades**

O Relatório do Governo das Sociedades está relacionado com a auditoria, quer com a Auditoria Interna quer com a Auditoria Externa.

Em termos de conceito, o governo das sociedades é um conjunto de boas práticas dentro da organização, e para tal a organização deve instituir um mecanismo de controlo e sistemas de informação para o seu funcionamento. Para além de instituir mecanismos de controlo e de informação, deverá ter em linha de conta o sistema de gestão de risco interligado com a auditoria interna. É fulcral para a organização fazer uma análise de gestão de riscos aos processos, bem como minimizar os possíveis impactos negativos e maximizar os positivos. Esta gestão dos riscos apoia a organização da empresa, bem como o seu sistema de informação. Para tal, a auditoria interna deve apoiar a gestão de risco, e implementar controlos para o bom desempenho da organização (Dascalu, 2016). Neste sentido, o auditor interno conhecendo bem a organização, tem um papel fundamental dentro da mesma, ajudando assim a gestão (Tabara, 2007). Na elaboração do Relatório do Governo das Sociedades evidenciamos a componente da Auditoria Interna no capítulo da Gestão de Risco, no entanto, ao longo do relatório encontramos indícios de auditoria em todos os capítulos, nomeadamente na segregação de funções e “competências”.

Outro conceito a ter em conta é a teoria da agência. A teoria da agência está relacionada com a propriedade e controlo das empresas. Dentro da gestão da organização podem existir conflitos de interesse entre os acionistas e os gestores (Shleifer & Vishny, 1997). Por outro lado, os acionistas e os gestores podem estar em consonância com o alinhamento dos objetivos (González & García-Meca, 2014). Adams (1994) defende que os gestores possuem mais informações do que os acionistas, e esta assimetria da informação pode levar a uma divergência de interesses. Neste âmbito, alguns autores (Fadzil, Haron, & Jantan, 2005) defendem que a auditoria interna exerce um papel fundamental no processo de tomada de decisões, transmite uma posição mais fiável e acrescenta valor à organização.

Segundo o Instituto Português de Auditoria Interna, IPAI (2009) “A auditoria interna é uma atividade independente, de garantia e de consultoria, destinada a acrescentar valor e a melhorar as operações de uma organização. Ajuda a organização a alcançar os seus objetivos, através de uma abordagem sistemática e disciplinada, na avaliação e melhoria da eficácia dos processos de gestão de risco, de controlo e de governação”.

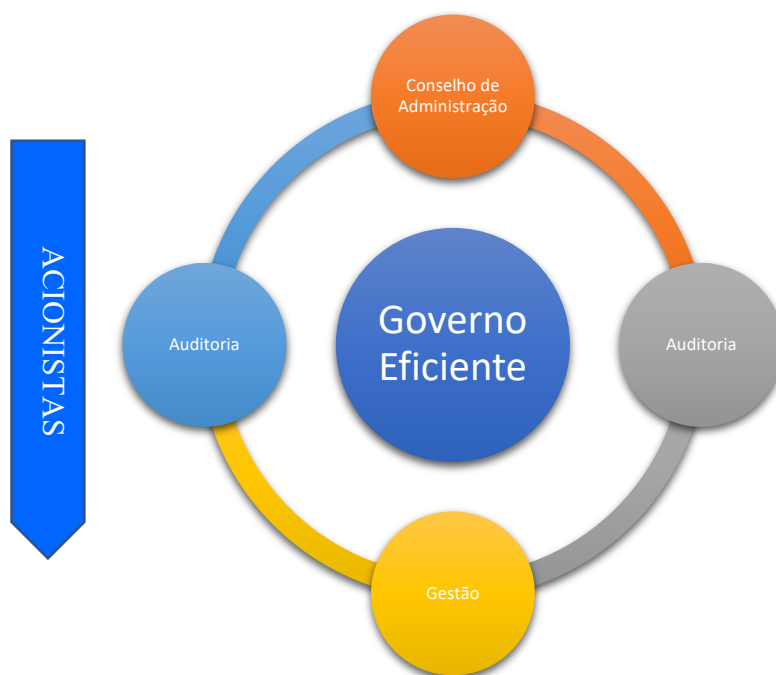


Figura 2 - Modelo do Governo das Sociedades do IAA

Fonte: Adaptado do IAA (The Audit Committee: purpose, process, professionalism, 2012)

Outra componente fundamental é a auditoria externa segundo Jiraporn (2006), que defende que a auditoria minimiza a assimetria de informações entre os acionistas e os gestores. Esta diminuição da discrepância da informação, segundo Goddard & Masters (2000) é efetuada através da monitorização do Relatório das contas anuais e transversalmente pelo Relatório de Auditoria. A auditoria externa pretende que o auditor detete omissões, distorções e as divulgue aos acionistas e, naturalmente que sejam divulgadas no relatório. Para aumentar o grau de confiança, o Relatório do Governo das Sociedades veio diminuir as discrepâncias de informações, existindo uma maior transparência, o que contribui para a proteção dos acionistas e para o estabelecimento de uma maior confiança no mercado (Mayoral & Sanchez-Segura, 2008). Este relatório veio proteger os interesses dos acionistas na delegação de poderes, nomeadamente no processo de tomada de decisões dos gestores (Alves, 2011).

### 2.3 Governo das sociedades e a União Europeia

A expressão *Corporate Governance* é um termo relativamente recente (Zingales, 1997) que significa governar. Este termo surgiu após o *crash* da Bolsa de Valores de Nova Iorque, em 1929. Em 1934 foi criada a SEC - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários como agência federal que regulamentava o mercado de ações para evitar uma nova recessão. A SEC detinha poderes nos assuntos relacionados com a emissão de novas ações e a negociação destas até à fiscalização das companhias listadas na bolsa americana e nas corretoras de valores. A SEC pode ainda aplicar sanções às empresas que cometam infrações às leis implementadas.

Na Europa, o conceito de governo das sociedades apareceu na década de 90 através do Relatório Cadbury no Reino Unido (1992), sendo a primeira e mais importante reação aos escândalos financeiros, com grande impacto nos diferentes países europeus, visível pelo aparecimento de códigos de boas práticas por iniciativa regulamentar ou privada. Deste relatório resultaram algumas recomendações de boas práticas, nomeadamente (Cadbury, Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992):

- a) Divisão de responsabilidades no topo da organização;
- b) Independência dos diretores não executivos;
- c) A composição do comité de auditoria (pelos menos 3 diretores não executivos), bem como a sua função;
- d) Existência de comissões de remuneração constituídas maioritariamente por diretores não executivos;
- e) Seleção dos diretores não executivos deverá ser feita pelos elementos do órgão de administração.

Em 1985, foi criado o “*Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*” (COSO). Este Comité foi formado com o objetivo de apoiar a “Comissão Nacional de Informação Financeira Fraudulenta”, destinada a prevenir e detetar fraudes nos procedimentos e processos internos das empresas. Esta comissão nacional foi apoiada por grandes associações profissionais nos Estados Unidos, nomeadamente a *American Accounting Association* (AAA), o *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA), a *Financial Executives International* (FEI), o *Institute of International Auditors* (IIA) e a *National Association of Accountants* (atual *Institute of Management Accountants*, (IMA)). Com o passar do tempo, as empresas globalizaram-se, originando operações mais complexas e em maior número, criando a necessidade de obter informações em qualquer momento. Ao longo deste crescimento surgiram grandes escândalos financeiros, sendo os mais conhecidos os da XERON, ENRON e da WORLDCOM. Com estes escândalos financeiros voltou-se a exigir uma reflexão sobre as orientações das organizações. Exemplo disso foi a *Sarbanes-Oxley Act* (SOX) que foi considerada a maior reforma do mercado de capitais, tentando reestabelecer a confiança e credibilidade nos relatórios financeiros. O objetivo desta lei visa fundamentalmente a criação de um ambiente de controlo, apoiado por um conjunto de novas responsabilidades e sanções aplicadas aos Diretores Gerais (CEO) e aos Diretores Financeiros (CFO), no sentido de poderem inibir as práticas lesivas que expõem as sociedades de capital aberto a elevados níveis de risco. É com as secções 302 e 304 que as empresas se preocupam em particular, relativamente à gestão do controlo interno existente sobre o relato financeiro e subsequente auditoria. Esta lei criou um organismo que supervisiona as empresas de auditoria contabilística e financeira, o Conselho de Supervisão da Contabilidade das Empresas Públicas (PCAOB). Este organismo tem poderes para estabelecer e impor auditorias, certificações, controlos de qualidade e padrões éticos nas organizações cotadas em bolsa. Também tem poderes para impor penalizações às violações das diretivas. Coates (2007) defende que esta lei tenta reestabelecer a confiança dos investidores, trazendo uma maior transparência e maiores responsabilidades, tentando prevenir e/ou evitar fraudes.

Para dar resposta à necessidade de implementar um sistema de gestão de risco empresarial, em 2004 foi desenvolvido o *Enterprise Risk Management* (COSO ERM). Este aborda conceitos que já tinham sido mencionados em 1992 e incorpora uma abordagem para a gestão de riscos. Em 2013 é efetuada uma atualização aos modelos de acordo com as novas necessidades e ambientes de negócio sem alterar os conceitos iniciais.

Em 2015, foram discutidos os Princípios no Fórum do Governo das Sociedades do G20 e da OCDE, submetidos na Cimeira de Líderes do G20 que resultou num conjunto de novos princípios a vários níveis:

- a) Assegurar a base para um enquadramento efetivo do governo das sociedades;
- b) Os direitos e o tratamento paritário dos acionistas e as funções principais de propriedade;
- c) Investidores institucionais, mercado de ações e outros intermediários
- d) O papel dos stakeholders no governo das sociedades
- e) Divulgação de informação e transparência
- f) As funções do Conselho

Em 2017, existiu uma nova atualização à estrutura de gestão de risco. O COSO aperfeiçoou a abordagem de gestão de risco à volatilidade e complexidade das operações, apresentando uma estrutura mais flexível e adaptável às mudanças, com o objetivo de dar sustentabilidade e continuidade, mitigando os riscos a que as organizações estão sujeitas. O COSO alterou a sua forma de apresentação: do cubo passou para uma imagem sobre o processo, incorporando os aspetos fulcrais da organização, a missão, visão e os valores fundamentais.

## 2.4 Portugal – Origem do Relatório de Governação das Sociedades

O governo das sociedades surge em Portugal na sequência da adesão aos princípios da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) e resultante das crises financeiras, nomeadamente nos Estados Unidos da América e na Europa. Estes princípios atuam na:

- a) Defesa da linha estratégica, monitorização da gestão, contabilidade, responsabilidade da direção e ética;
- b) Atuação no interesse dos acionistas;
- c) Padrões éticos e interesses dos *stakeholders*;
- d) Estratégia, riscos e desempenho;
- e) Afetação de poderes, nomeadamente na direção e na gestão;
- f) Escolha dos executivos-chave e planeamento-chave;
- g) Remuneração da gestão de topo e executiva;
- h) Nomeação da direção e a sua eleição;
- i) Conflitos de interesse e transações com partes relacionadas;
- j) Integridade da contabilidade e a divulgação financeira;
- k) Comunicação e divulgação;
- l) Juízo independente e objetivo sobre os negócios;
- m) Atenção ao comité da direção;
- n) Informação da direção.

Em 1999, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) aprovou um conjunto de recomendações sobre o governo das sociedades para as entidades cotadas, inspirada nos princípios da OCDE, com a devida adaptação. Estas recomendações não tinham como objetivo impor modelos rígidos e uniformes, mas sim contribuir para um melhor desempenho das sociedades e para uma composição equilibrada dos interesses dos acionistas. Passados dois anos, a CMVM comunicou a obrigação das entidades cotadas divulgarem as suas recomendações, e, caso não o fizessem, deveriam justificá-lo com base no princípio “Cumprir ou Explicar”. Em 2006, o Instituto Português de Corporate Governance (IPCG) apresenta um livro sobre o governo das sociedades em Portugal, e no ano seguinte a CMVM emite um novo regulamento, apresentando um

código de governo das sociedades, composto por recomendações. Em 2010, houve uma revisão/alteração do código, introduzindo preocupações mais recentes. Em 2013 o IPCG apresenta um código, este permite às sociedades comerciais adotá-lo em alternativa ao código da CMVM.

A partir de 2018, o regulamento anterior é revogado pelo protocolo celebrado entre a CMVM e o IPCG. O novo regulamento está subdividido de uma forma mais transparente. Contém sete capítulos, nomeadamente uma parte geral, contendo a relação da sociedade com os investidores, diversidade na composição, funcionamentos e as relações dos órgãos das sociedades, conflitos de interesses e as transações com partes relacionadas. Ao contrário do anterior regulamento, este tem um capítulo específico para os Acionistas e Assembleia Geral, para a Administração não Executiva e Fiscalização, e outro para a Administração Executiva. Contém um capítulo dedicado à divulgação da avaliação de desempenho, remunerações e nomeações. Este novo regulamento inclui um capítulo dedicado à gestão do risco, ao contrário do anterior, que dava maior ênfase ao controlo interno.

O novo relatório consiste numa maior transparência da divulgação transmitida, numa melhor classificação e definição de poderes e numa maior ênfase na gestão do risco.

Tabela 8 - Fonte Legislativa Portuguesa no Governo das Sociedades

Fonte Legislativa em Portugal em Relação ao Governo das Sociedades		
Código das Sociedades Comerciais (CSC)	Código dos Valores Mobiliários (CVM)	Recomendações e Regulamentos da CMVM
Composição, Competências, Deveres, Direitos e o seu Funcionamento: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Conselho de Administração</li> <li>• Conselho Fiscal</li> <li>• Comissão de Auditoria</li> <li>• Conselho de Administração Executivo</li> <li>• Conselho Geral e de Supervisão</li> <li>• ROC (Revisor Oficial de Contas)</li> <li>• Secretário da Sociedade</li> <li>• Assembleia Geral</li> </ul>	Deveres de Informação Modelos de Divulgação Participações Qualificadas Acordos Parassociais Auditores Proteção dos Interesses Particulares	Princípio “ <i>Comply or Explain</i> ”. Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades. Código do Governo das Sociedades. Divulgação da Informação. Estrutura dos órgãos de administração e fiscalização. Promoção do direito ao voto. Remuneração e Controlo de riscos.

Fonte: Adaptado de Silva (2006: 11)

O artigo 278 do Código das Sociedades Comerciais (CSC) prevê três estruturas sobre a administração e fiscalização que as organizações podem adotar:

- Modelo Clássico – Conselho de Administração e o Conselho Fiscal.
- Modelo Germânico – Conselho de Administração, compreendendo uma Comissão de Auditoria, e o ROC.
- Modelo Anglo-Saxónico – Conselho de Administração Executivo, Conselho Geral e de Supervisão, e o ROC.

## 2.5 Espanha – Origem do Código de Boa Governação

Nos anos 90, em Espanha surgiu a necessidade de criar mecanismos para o bom funcionamento, nomeadamente dos Conselhos de Administração, para acrescentar valor às organizações, à semelhança de outras economias europeias (Fernández, Gómez-Ansón, & Cuervo-García, 2014), (Del Brio, Maia-Ramires, & Perote, 2006) e (Ooghe & De Langhe, 2002).

Na altura, Espanha realizou estudos sobre o governo das sociedades de alguns países, como a Finlândia (Código da Câmara de Comércio, 1995), França (Relatório Vienot, 1997), Suécia (Recomendações da Associação Sueca de Acionistas, 1990), e Reino Unido com o Relatório Cadbury de 1992. Este último teve uma influência significativa na elaboração do Relatório Olivencia, onde eram abordados desde os temas do Conselho de Administração, aos membros executivos e não executivos, e ao controlo e à informação divulgada. O governo espanhol aprovou a iniciativa da Comissão Nacional do Mercado de Valores (CNMV), em fevereiro de 1997, com a criação do Código de Boa Governação (*Buen Gobierno*), que foi publicado em 1998 e começou a ser aplicado em 1999. O *Código Olivencia* continha 23 recomendações, de carácter voluntário para as empresas cotadas, sendo que a divulgação também era voluntária. Em 2000, a CNMV aprovou um modelo para facilitar o cumprimento das recomendações. Nesse período (1999), a OCDE publicou os Princípios sobre o Governo das Sociedades, modificados em 2004 devido aos escândalos ocorridos em 2001 e 2002, com a criação da Lei *Sarbanes – Oxley*, nos EUA.

Na altura era necessário proceder a uma remodelação do Relatório Olivencia, e em Janeiro de 2003 foi publicado um novo Relatório designado Aldama - “Relatório da Comissão Especial para a Promoção da Transparência e da Segurança nos Mercados Financeiros e nas Sociedades Cotadas”, que tinha como objetivo melhorar o governo das sociedades na proteção dos direitos dos acionistas e um maior equilíbrio nos regulamentos. A partir desse ano, as empresas foram obrigadas a divulgar anualmente o Relatório Anual do Governo das Sociedades, e a seguir o princípio “Cumprir ou Explicar”.

Em 2005, a CNMV juntamente com especialistas resolveu harmonizar e atualizar as recomendações, tendo em consideração os Princípios da OCDE, do Governo das Sociedades, das Recomendações da Comissão Europeia e das Instituições Bancárias, daí surgindo, em 2006, o Código Unificado.

Em Março de 2013, o Governo emitiu um despacho sobre o conteúdo e estrutura do Relatório Anual do Governo das Sociedades, sobre o Relatório Anual sobre as Remunerações e outros documentos. Este despacho tem como objetivo transmitir uma transparência acrescida e combater algumas lacunas na gestão do risco. No decorrer desse ano, em Maio o governo decidiu criar uma Comissão Especializada que propôs uma reforma da legislação que modificava o Direito das Sociedades de Capital. As medidas apresentadas destinavam-se às empresas cotadas, e algumas a empresas de capital. As medidas propostas relacionavam-se com as Assembleias Gerais e com o funcionamento do Conselho de Administração e dos seus membros.

Em 2015, a Comissão apoiou a CNVM na revisão de aspetos relacionados com a responsabilidade corporativa, com o objetivo do crescimento sustentável das empresas quer a nível económico quer a nível social.

Após a revisão da literatura torna-se fundamental esquematizar, ao nível do objeto deste estudo, as principais questões de investigação, que decantam da análise realizada ao longo desta revisão, enquadrando-as com os autores estudados.

Tabela 9 - Questões de Investigação

Questões de Investigação	Autor	Capítulo
1ª Quanto maior o número de recomendações seguidas pelas empresas, maior é o grau de confiança transmitido aos <i>stakeholders</i> ?	Mayoral & Sanchez-Segura, 2008	2.1
2ª Quantas mais recomendações as empresas adotarem melhor é o seu desempenho?	Cadbury, 2000; Fadhilla & Hapsoro, 2017	2.1
3ª Entre os setores empresariais existem divergências significativas nas recomendações seguidas? Qual o seu impacto?	Dascalu, 2016; Tabara, 2007	2.2
4ª Os riscos identificados pelas entidades dos diversos setores de atividade nos dois países são divergentes?	Dascalu, 2016; Hofstede, 2020	2.2
5ª As razões que as empresas usam para não adotarem as recomendações são plausíveis?	Dascalu, 2016; CMVM; CNVM	2.2 2.4 2.5
6ª As empresas que não adotam as recomendações têm a mesma influência nos diversos capítulos?	Tabara, 2007 Berle & Means, 1932	2.1 2.2

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020



## 1. Metodologia da Investigação

A expressão “método” é derivada da palavra grega que significa “o caminho para se chegar a um fim”. A palavra “metodologia” resulta da junção de duas palavras gregas, *méthodos* (organização) e *lógos* (palavra, estudo, razão), Santos & Candeloro (2006).

Este capítulo é fulcral para obter as respostas às questões de investigação. Para Baptista & Sousa (2014), “a metodologia de investigação consiste num processo de seleção da estratégia de investigação, que condiciona, por si, a escolha das técnicas de recolha de dados, que devem ser adequadas aos objetivos que se pretendem atingir”. No fundo, a metodologia consiste na identificação das etapas, dos procedimentos e das estratégias a adotar para a análise das informações recolhidas, de forma a responder às questões de investigação (Hungler & Polit, 1995). Segundo Yin (2003), a escolha do tipo de pesquisa é fundamental, salientando que é preciso tempo e paciência para este processo.

Na realização da investigação existem três métodos que podem ser classificados em quantitativo, qualitativo e misto. Estes métodos têm abordagens divergentes no que diz respeito à facticidade e à observabilidade (Fenton & Charsley, 2000).

O método quantitativo tem como objetivo a compreensão de dados recolhidos por determinadas amostras para a tomada de decisão. Este método estuda as correlações das variáveis em estudo e as suas explicações, tendo como finalidade a validação e a confiabilidade dos dados (Hair, Bush, & Ortinau, 2006). O objetivo deste método é a quantificação do problema e a sua dimensão, fornecendo informações numéricas sobre o problema.

O método qualitativo tem como objetivo a análise dos comportamentos em profundidade, na tentativa de capturar, compreender e interpretar as perspetivas dos indivíduos sobre determinados assuntos, segundo Bodgan & Bikler (1994).

Para Richardson (1989), “o método qualitativo difere do quantitativo, na medida em que não utiliza qualquer instrumento estatístico como base na análise de um problema.” A escolha do método para Diehl (2004) “depende da natureza do problema, bem como do nível de aprofundamento”.

Keenan (2015) define investigação quantitativa como sendo um “teste de uma hipótese, examinando a relação entre um conjunto de variáveis definidas. As variáveis são elementos, recursos ou fatores que podem variar ou mudar. Essas variáveis são mensuráveis ou quantificáveis (capazes de serem contadas ou computadas de alguma forma). As variáveis podem ser correlacionadas entre elas e contra uma constante, que é um elemento, uma característica ou um fator que não muda. Investigadores quantitativos recolhem dados quantitativos e examinam com recurso a procedimentos estatísticos. A estatística é a prática de analisar dados numéricos para determinar relacionamentos ou tirar conclusões sobre um todo de uma amostra representativa.

O método misto é a combinação das duas pesquisas para se obter uma maior credibilidade e validade dos resultados obtidos (Flick, 2004).

Batista C. e Sousa M. (2014) defendem que o método quantitativo tem como vantagem analisar e integrar os resultados num conjunto mais ou menos alargado sobre o tema investigado, tendo como aspeto negativo a falta de controlo das variáveis independentes. Já o método qualitativo tem como vantagem a possibilidade de integrar bons pontos de investigação, sobre as técnicas a utilizar, como as entrevistas, observações e análises de documentos, tendo como ponto negativo a dispersão da objetividade, resultando daí a falta de experiência, conhecimentos e sensibilidade por parte do investigador.

No quadro seguinte evidenciamos as diferenças entre os dois métodos, segundo Prodanov & Freitas (2013).

Tabela 10 - Diferença entre os Métodos Quantitativos e Qualitativos

Tipos de Pesquisa			Caraterísticas		
Quanto à natureza	Quanto à forma de abordagem do problema	Quanto aos fins da pesquisa	Quanto aos procedimentos	Gerais	Tipos de instrumentos
Básica	Quantitativa	Exploratória	Bibliográfica	Base em material já elaborado	Fontes bibliográficas
			Documental	Materiais que não recebem tratamento analítico ou podem ser reelaborados. Efeitos de várias formas de controlo	Fontes secundárias de dados
Aplicada	Qualitativa	Descritiva	Experimental	Verificar a relação entre variáveis	Plano da pesquisa – manipulação de condições e observação dos efeitos produzidos
			Ex-Post-Facto	Conhecer o comportamento: interrogação direta	Observação, questionário e entrevista
			Levantamento	Levantamento de dados: de um grupo ou de uma comunidade - Estudo aprofundado de um ou poucos objetos	Questionário, entrevista e formulário
		Explicativa	Estudo de Campo	---	Questionário, entrevista, formulários e observação
			Estudo de caso	---	Várias técnicas

Fonte: Prodanov C. e Freitas E. (2013). *Metodologia do Trabalho Científico: Métodos e Técnicas de Pesquisa e do Trabalho Académico* (2ª Edição).

No seguimento da apresentação do enquadramento teórico das metodologias de investigação. Neste estudo são consideradas dois tipos de análise: qualitativa e quantitativa.

Na análise quantitativa vamos efetuar uma análise do Código do Governo das Sociedades utilizado em Portugal e em Espanha, procedendo a uma análise comparativa da estrutura e conteúdo dos códigos utilizados pelos respetivos países. De seguida, vamos utilizar os relatórios das empresas portuguesas, a Sonaecom e a Pharol e, proceder à sua análise para comparar o setor das telecomunicações.

Para apurar as justificações para as entidades não usarem as recomendações iremos proceder a uma análise das justificações (ou não justificações) apresentadas pelas empresas cotadas contidas no relatório do governo das sociedades. E, por último vamos utilizar este método para efetuar uma comparação da influência dos riscos assumidos pelas empresas dos diferentes setores, em cada país. E, posteriormente uma análise comparativa dos riscos entre os setores de Portugal e de Espanha.

Na análise qualitativa vamos proceder à recolha e tratamento dos dados contidos nos Relatórios de Contas das empresas portuguesas e espanholas cotadas em bolsa.

A recolha de dados consiste na identificação das empresas cotadas em bolsa que utilizam ou não as recomendações do governo das sociedades, legisladas pelos organismos competentes de ambos os países (CNMV e CMVM). Da mesma forma, fomos ao Relatório de Contas recolher os valores contidos no Balanço (Ativo, Passivo e no Capital Próprio) e na Demonstração de Resultados por Natureza (Resultado Líquido e Vendas) para proceder ao cálculo de alguns rácios no sentido de medir o desempenho das empresas portuguesas e espanholas em bolsa.

## **2. Procedimentos de Recolha de Dados**

As informações disponíveis são indispensáveis para um trabalho na área de investigação. Segundo Moreira (2002), a recolha de dados a partir da análise documental traz algumas vantagens, desde a revisão literária, à formulação do problema, às hipóteses e à metodologia a utilizar. Alguns inconvenientes da análise documental são a seleção na produção e na conservação, e indiretamente na interpretação do seu contexto e do seu tempo.

## **3. Procedimentos de Análise e Tratamento dos Dados**

A análise qualitativa visa um conjunto de procedimentos e técnicas de análise adotados, frequentemente com uma interpretação pessoal dos investigadores.

### **3.1 Análise de Conteúdo**

A análise de conteúdo é uma técnica utilizada para descrever e interpretar conteúdos sobre documentos e textos. Para Bardin (1994), a análise de conteúdo pode ser aplicada quer na pesquisa quantitativa quer na pesquisa qualitativa. Na pesquisa quantitativa é utilizada para verificar a frequência de uma dada situação e suas características. Na pesquisa qualitativa serve para a interpretação de informações.

### **3.2 Análise Estatística**

Na análise estatística existem, essencialmente dois procedimentos, a estatística descritiva e a estatística inferencial.

A estatística descritiva, de acordo com Reis (1996) assenta na recolha, análise e interpretação de dados numéricos. No fundo a estatística descritiva prende-se num conjunto de técnicas analíticas para recolher informações numa investigação, e em regra são agregadas em tabelas, gráficos.

A estatística inferencial está ligada ao raciocínio a partir dos dados recolhidos para obtermos uma conclusão ao nível global. A estatística inferencial está subdividida pela estimação pontual (um valor para um parâmetro mais próximo) e pela estimação intervalar (um conjunto de valores prováveis para um parâmetro que se encontre na população).

### **3.3 Triangulação de Dados**

A triangulação de Dados, segundo Yin (2001) é o uso de diversas fontes para chegar a conclusões mais credíveis. Esta técnica pode ser utilizada para validar dados por comparação de diversas fontes.

## **4. Problema e Objetivos do Estudo**

No âmbito desta investigação, o principal objetivo deste estudo é o de perceber qual o impacto, na performance da gestão das organizações em geral, através da aceitação das recomendações do Relatório do Governo das Sociedades.

A partir do nosso principal objetivo da investigação, identificamos alguns objetivos específicos, nomeadamente:

- 1 – Perceber o impacto que a adoção das recomendações tem na performance das empresas cotadas em Bolsa em Portugal;
- 2 - Conhecer o impacto que a adoção das recomendações tem na performance das empresas cotadas em Bolsa em Espanha;
- 3 – Identificar quais as recomendações relevantes presentes nos RGS nas empresas objeto deste estudo;
- 4 – Analisar se nas empresas objeto deste estudo, existe uma relação direta entre a melhoria na performance da empresa e a adoção das recomendações.

## 5. Hipóteses de Estudo

No seguimento da apresentação do enquadramento teórico das metodologias de investigação, apresentamos a construção das hipóteses de análise, de forma a responder ao problema em estudo.

H1- As recomendações seguidas no RGS têm influência nas decisões dos *stakeholders*.

1. Quanto maior o número de recomendações seguidas pelas empresas, maior é o grau de confiança transmitido aos *stakeholders*?
2. Quantas mais recomendações as empresas adotarem melhor é o seu desempenho?

H2- A cultura empresarial tem influência na adoção das recomendações adotadas.

3. Entre os setores empresariais existem divergências significativas nas recomendações seguidas? Qual o seu impacto?
4. Os riscos identificados pelas entidades dos diversos setores de atividade nos dois países são divergentes?

H3- As empresas que não seguem as recomendações explicam as razões de não o fazerem.

5. As razões que as empresas usam para não adotam as recomendações são plausíveis?
6. As empresas que não adotam as recomendações têm a mesma influência nos diversos capítulos?

## **6. Portugal**

### **6.1 Contexto**

O Governo das Sociedades deve desenvolver mecanismos que maximizem o desempenho das sociedades, e transmita informações credíveis, pertinentes e atempadamente aos *stakeholders*.

O Código do Governo das Sociedades possui uma vasta gama de princípios, tais como o tratamento de forma equitativa dos acionistas, os procedimentos e a divulgação da informação. A ter ainda em consideração a diversidade na composição dos órgãos, a elaboração de critérios claros e transparentes, para que não ocorram conflitos de interesses. E todas as partes relacionadas devem estar devidamente justificadas e realizadas em relação às condições do mercado.

### **6.2 Acionistas e Assembleia Geral**

Um dos princípios deste Código é promover o envolvimento dos acionistas na Assembleia Geral, presencialmente ou por outros meios.

### **6.3 Administração não Executiva e Fiscalização**

Os Administradores não Executivos e os membros dos órgãos de Fiscalização devem exercer as suas funções de modo efetivo e criterioso. A composição dos administradores não executivos deve ser equilibrada, proporcional e diversificada. O órgão de fiscalização deve ter funções de prevenção, principalmente nas decisões fundamentais para a organização.

### **6.4 Administração Executiva**

A administração executiva deve gerir a sociedade, concretizando os objetivos sociais. O número de executivos deve ser equilibrado, e ponderada a complexidade, a atividade desenvolvida e a dispersão geográfica.

## **6.5 Avaliação Desempenho, Remunerações e Nomeações**

A avaliação dos executivos deve ser feita de forma individual e global, e os órgãos de administração e a comissão especializada, devem ser igualmente avaliados.

As políticas de remunerações devem atrair e reter os órgãos de administração e de fiscalização, o seu custo não deve pôr em causa a sociedade. Os administradores devem ser remunerados de acordo com a sua responsabilidade, disponibilidade e competências, sem colocar a independência em causa. As nomeações devem ser efetuadas de acordo com o perfil, conhecimento e currículo, e com as funções a desempenhar.

## **6.6 Gestão de Risco**

A gestão de risco deve contemplar estratégias de médio e longo prazo, estabelecer e monitorizar o sistema gestão de risco, controlo interno e auditoria.

## **6.7 Informação Financeira**

O órgão de fiscalização deve agir com independência e de forma diligente, assegurando que a Administração cumpre todas as normas aplicáveis. Deve também, promover uma articulação do trabalho de Auditoria Interna e a Revisão Legal de Contas.

O órgão de fiscalização deve estabelecer e monitorizar procedimentos claros, formais e transparentes na seleção e relacionamento com o revisor legal das contas com a sociedade.

## 6.8 Comparação dos Códigos de 2018 versus 2020

O CGS sofreu alterações em 2020, conforme o IPGC, assim, de seguida, apresentamos as principais alterações relativamente ao então existente do ano de 2018.

Ao nível dos princípios destacamos a existência de um novo princípio, o da diversidade, no que à composição dos órgãos sociais diz respeito. Reforçando este princípio a necessidade de haver transparência na comunicação entre os órgãos da sociedade e no seu funcionamento, havendo a necessidade de constar em ata, as decisões tomadas e a sua justificação.

No que ao capítulo II, Acionistas e Assembleia Geral, diz respeito, relativamente aos princípios, obriga a que devem ser implementados meios adequados para a participação e o voto à distância, enquanto que anteriormente, este princípio surgia como uma sugestão, e não obrigação.

No capítulo V, Avaliação de Desempenho, Remunerações e Nomeações acresce informação no que concerne às remunerações em geral. Anteriormente, existia uma separação para as remunerações e para as remunerações dos administradores. A alteração das terminologias de compensação para remuneração implica numa maior clareza quanto ao que é incluso nas remunerações dos administradores.

O capítulo VI, gestão de risco *versus* controlo interno apresenta uma nova terminologia para a gestão de risco e para o controlo interno, mantendo-se o princípio.

No capítulo VII – Informação Financeira – Revisão Legal de Contas e Fiscalização existe uma alteração no que ao papel do órgão de fiscalização diz respeito, no princípio anterior competia, a este órgão, estabelecer e monitorizar procedimentos formais sobre a seleção dos seus membros, com as alterações de 2020, não se encontra nenhuma informação mandatória sobre a seleção do Revisor Oficial de Contas.

Ao nível das remunerações, no capítulo I – Parte Geral, existe uma nova informação no que às recomendações sobre a relação da sociedade com os investidores diz respeito, enquanto que anteriormente era necessária a existência de informação relativa à produção e ao tratamento da informação na divulgação aos órgãos sociais, atualmente, não se encontra previsto, o que, transmite um acrescido grau de confiança.

Esta atualização transmite um reforço da adoção de uma política de irregularidades, enquanto que o anterior código transmite uma certa leveza neste contexto, ou seja, a sociedade devia ter um regulamento interno que detetasse e prevenisse irregularidades.

Quanto aos conflitos de interesse, no novo código os órgãos de administração e de fiscalização ficam vinculados a informarem os órgãos ou comissões sempre que possam constituir conflitos de interesse, no código de 2018 apenas tinham a obrigação de informar.

Nas partes relacionadas, o órgão de administração deve divulgar no relatório do governo ou por uma via equivalente o procedimento interno acerca das transações com as partes relacionadas, comunicando ao órgão de fiscalização os resultados dos mesmos. No anterior código era prevista a necessidade de um parecer prévio e vinculativo sobre os negócios com as partes relacionadas, havendo, nas transações com valores mais elevados, a necessidade de emissão de um parecer favorável do órgão de administração.

O capítulo II, Acionistas e Assembleia Geral apresenta como diferenças mais notórias a forma de participação dos acionistas na Assembleia Geral. O anterior código previa apenas a participação por meios telemáticos, enquanto que o novo código permite que a sociedade implemente meios adequados e proporcionais à sua dimensão na participação à distância dos acionistas na Assembleia Geral.

No capítulo III, Administração não Executiva e Fiscalização e na segunda recomendação deste capítulo, no que se refere ao número de membros não executivos, de fiscalização e da comissão para as matérias financeiras devem apresentar as suas razões (a formulação do seu juízo no relatório societário).

No código de 2020 foram excluídas duas recomendações quanto à participação na definição das estratégias, principais políticas e decisões estratégicas por parte dos administradores não executivos e relativamente às competências do Conselho Geral e de Supervisão na colaboração com os administradores executivos na definição das estratégias, principais políticas e decisões estratégicas. Também, foram excluídas as recomendações números III.10, III.11 e a III.12. Estas recomendações abordavam o Sistema de Gestão de Risco, o Controlo Interno e a Auditoria Interna e a sua adequação à dimensão e estrutura da organização. E, que o órgão de fiscalização e a comissão para as matérias financeiras deveriam fiscalizar a eficácia. E, pronunciarem-se sobre os planos de trabalho, recursos e sobre o cumprimento das normas aplicadas à sociedade.

Quanto às competências do órgão de fiscalização, o anterior código prevê o acompanhamento sobre as linhas estratégicas e a política de risco, e o presente código menciona apenas a sua avaliação e apreciação.

Quanto às comissões especializadas, o anterior código mencionava comissões internas especializadas e, no presente código subentende-se que esta comissão pode ser interna ou externa. O presente código refere o artigo 399 do CSC no caso de a sociedade possuir uma comissão de remunerações.

O capítulo IV – Administração Executiva, encontra nova recomendação que refere que o órgão de administração deve explicar a estratégia e as principais políticas definidas para a continuidade da sociedade. Foram excluídas duas recomendações sobre o órgão de administração que deveria fixar objetivos sobre a assunção de riscos, e a sua prossecução. Quanto ao órgão de fiscalização deveria implementar mecanismos e procedimentos de controlo periódico para garantir que os objetivos eram consistentes com a política fixada pelo órgão de administração.

No capítulo V, Avaliação de Desempenho, Remunerações e Nomeações e na parte da avaliação de desempenho, a principal diferença cabe ao órgão de administração avaliar anualmente o desempenho das comissões e dos administradores executivos, e no anterior código era as comissões e os administradores delegados.

No subcapítulo que aborda as Remunerações e as Remunerações dos Executivos, como já foi referido, a supressão só para um subcapítulo sobre as Remunerações.

Este subcapítulo possui algumas diferenças consideráveis. No novo código, a sociedade deve constituir uma comissão de remunerações independente, e que cumpra o artigo 399º do CSC. No anterior esta comissão deveria aprovar no início de cada mandato a política de remunerações, de acordo com a recomendação V.2.2 e V.2.3 (e de acordo com o artigo 2º da Lei nº 28/2009, de 19 de junho).

O código de 2020 refere que, para cada mandato da comissão de remunerações ou a assembleia geral deve fixar o montante máximo de todas as compensações a pagar em virtude da cessação de funções, e a sua respetiva divulgação. No anterior código apenas era referida a comissão de remunerações e, não mencionava a sua divulgação.

No que concerne às remunerações variáveis, esta recomendação reforça a ideia “necessariamente” sobre a confirmação do desempenho sustentável.

No novo código exclui a recomendação V.3.6. quanto aos instrumentos jurídicos que a sociedade deveria ser dotada referente à cessação de funções.

O capítulo VI, Gestão de Risco versus Controlo Interno

Uma das diferenças é a designação, conforme referido anteriormente, uma vez que o Controlo Interno integra a Gestão de Risco. Outra diferença cabe ao órgão de incluir a fixação de limites sobre a matéria de assunção de riscos, enquanto no anterior código apenas deveria incluir a definição de níveis de riscos aceitáveis.

No presente capítulo, entram novas recomendações sobre o órgão de administração que deve implementar mecanismos e procedimentos de controlo interno para garantir que os riscos assumidos pela sociedade são coerentes com os objetivos traçados pelo órgão de administração.

O Sistema de Controlo Interno deve contemplar as funções de gestão de risco, a auditoria interna de acordo com a dimensão e complexidade dos riscos inerentes à sociedade, e o órgão de fiscalização deve pronunciar-se sobre os mesmos, como nos planos de trabalho, incluindo na gestão de riscos.

O capítulo VII, Informação Financeira apresenta como principal diferença o regulamento interno sobre a Revisão Legal de Contas. Em que o anterior código especifica o que deve conter o regulamento interno sobre os procedimentos de fiscalização de forma a assegurar a independência do ROC, enquanto que o atual não contempla essa obrigatoriedade.

## **7. Análise comparativa Portugal *versus* Espanha: Espanha**

Neste ponto, será abordado o Código do Governo das Sociedades (CGS) nas suas principais componentes e na forma como se encontra estruturado em Espanha.

O Código do Governo das Sociedades (CGS) está dividido em três capítulos: a Introdução, os Princípios e as Recomendações.

### **7.1 Introdução**

O CGS faz uma abordagem sobre o bom governo das sociedades, a atualização deste código, e as suas características.

### **7.2 Princípios**

Nesta parte, o CGS divide-se em subcapítulos, nomeadamente “Aspetos Gerais”, “Assembleia Geral de Acionistas” e, por fim, “Conselho de Administração”.

#### **7.2.1 Aspetos Gerais**

Os princípios orientados pela CNMV têm como finalidade facilitar o mercado nas ofertas públicas, protegendo de forma equitativa os interesses dos acionistas minoritários. Para isso, as sociedades devem seguir as recomendações orientadoras deste organismo de forma a facilitar uma comunicação eficaz, fiável e transparente aos *stakeholders*.

#### **7.2.2 Assembleia Geral de Acionistas**

A Assembleia Geral de Acionistas deverá transmitir uma informação adequada, fiável e transparente de forma a facilitar a participação de todos os intervenientes na assembleia. Por sua vez, esta deve debater a política de remunerações.

### **7.2.3 Conselho de Administração**

O Conselho de Administração tem a responsabilidade sobre a administração e supervisão da sociedade. Deste modo, deve garantir o bom funcionamento da organização, na participação de todos os conselhos, na tomada de decisões, bem como na política de remunerações. A sua composição deve ser equilibrada, com uma maioria de administradores não executivos, e uma adequada proporção de administradores dominantes e independentes. Os membros dos conselhos devem ter tempo para conhecer as suas funções, o negócio e as regras da sociedade. Sempre que necessário devem reunir-se, para o bom desempenho das suas funções. Estes devem prestar informações suficientes, adequadas e em tempo oportuno.

O Conselho de Administração deve ser avaliado periodicamente, por membros e comissões, e com o auxílio do consultor externo independente pelo menos a cada três anos.

O Conselho Executivo, se existir, deve ter uma composição similar ao Conselho de Administração. Todas as informações/decisões adotadas devem estar atualizadas.

A Comissão de Auditoria deve cumprir todos os requisitos legais, a maioria dos membros devem ser independentes, tendo em conta os conhecimentos, experiência contabilística, gestão de risco e normas de bom funcionamento. As sociedades devem ter um departamento interno de auditoria para as funções de controlo e gestão de risco, com a supervisão da Comissão de Auditoria ou outro membro.

Os Comitês de Nomeações e Remunerações, nas sociedades de elevada capitalização devem ser separados para o cumprimento legal. A sua constituição deve ser por uma maioria de membros independentes. Devem basear-se no conhecimento, experiência, habilitações e normas de bom funcionamento.

A sociedade deve promover uma política adequada sobre a responsabilidade corporativa. As remunerações do Conselho de Administração devem ser adequadas para atrair e reter os membros tendo em conta os conhecimentos, talento, dedicação e cargo que representam, sem pôr em causa a sua independência, e devem adotar medidas para evitar a assunção de riscos excessivos.

### **7.3 Recomendações**

As recomendações estão estruturadas da seguinte forma: Princípios, Aspectos Gerais, Assembleia Geral de Acionistas, e Conselho de Administração. Dentro de cada recomendação (tema), o CGS faz sempre referência ao Princípio associado.

#### **7.3.1 Aspectos Gerais**

Neste ponto, as recomendações têm como finalidade proteger o acionista, desde as limitações estatutárias, operações de grupo, relação com os *stakeholders*, à emissão de novas ações, e divulgações acerca do Governos das Sociedades.

#### **7.3.2 Assembleia Geral de Acionistas**

A Assembleia Geral de Acionistas tem como objetivos, promover a participação dos acionistas, direito ao voto, política de prêmios, e a transparência da informação.

#### **7.3.3 Conselho de Administração**

O Conselho de Administração fornece recomendações sobre as responsabilidades, a estrutura, a composição, o funcionamento, e sobre as organizações do Conselho de Administração. Sugere ainda recomendações acerca das responsabilidades corporativas, e sobre as remunerações dos membros.

## **8. Semelhanças Portugal e Espanha presentes no Relatório do Governo das Sociedades**

Neste ponto serão abordadas as semelhanças relativas ao Código Português e Espanhol. O objetivo consiste em estabelecer pontos em comum, quer nos princípios quer nas recomendações que vão dar origem a uma análise comparativa de alguns relatórios de empresas cotadas em bolsa. Esta tem por base as semelhanças das recomendações dos dois códigos. Para efetuar este estudo, foram agrupadas as empresas cotadas em bolsa no mesmo setor de atividade, Telecomunicações, Eletricidade e Gás, Construção, Tecnologias, Metalúrgica, Bens de Consumo, Media, Impressão, Papel e a Restauração. O setor financeiro não consta desta análise devido à sua complexidade, assim como o setor dos Seguros que possui uma forte legislação. A área desportiva, também não vai ser alvo de estudo devido à instabilidade do mercado, uma vez que depende do julgamento profissional do auditor (este tem que fixar uma materialidade que depende do seu juízo profissional). Outros setores não constam desta análise, uma vez que alguns setores cotados em bolsa em Portugal não o são em Espanha, como os Materiais Básicos. E ao contrário, em Portugal não encontramos setores na bolsa como Companhias Aéreas e Autoestradas. O relatório para esta investigação tem por base o Relatório Anual de Contas de 2018, uma vez que ainda não foram disponibilizados os Relatórios referentes ao ano anterior. Na tabela a seguir apresentamos as empresas portuguesas e espanholas que vão ser alvo de estudo, agrupadas no respetivo setor.

Tabela 11 - Empresas Cotadas em Bolsa por Setor e País

Setores	Empresas Portuguesas	Empresas Espanholas
<b>Telecomunicações</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pharol</li> <li>• Sonaecom, SGPS</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Telefonica</li> <li>• Grupo Ezentis</li> <li>• Celinex</li> <li>• Masmovil</li> </ul>
<b>Eletricidade e Gás</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• EDP</li> <li>• EDP Renováveis</li> <li>• Galp Energia-Nom</li> <li>• Ren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Iberdrola</li> <li>• Iberdrola Renováveis</li> <li>• Repsol YPF</li> <li>• Gas Natural</li> <li>• Acciona</li> <li>• Gamesa</li> <li>• Red Electrica</li> <li>• Enagas</li> <li>• Endesa</li> <li>• Naturgy</li> <li>• Audax</li> <li>• Solarpack</li> <li>• Grenergy</li> </ul>
<b>Construção</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Conduril</li> <li>• IMOB.C GRAO PARA</li> <li>• Martifer</li> <li>• MotaEngil</li> <li>• Sonae Ind. SGPS</li> <li>• Teixeira Duarte</li> <li>• VAA Vista Alegre</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Grupo ACS</li> <li>• Ferrovil</li> <li>• FCC</li> <li>• Tecnicas Reunidas</li> <li>• Sacyr Vallehermoso</li> <li>• Obrascnon Huarte Lain</li> <li>• Aboenga</li> <li>• Urbas Grupo Financiero, SA</li> <li>• Duro</li> <li>• Airtificial</li> <li>• Quabit Inmobiliaria, AS</li> <li>• Metrovecesa</li> <li>• Tubacex</li> <li>• Tubos Reunidos</li> <li>• Global Dominion</li> <li>• Elecnor</li> <li>• Grupo Empresarial San Jose, AS</li> </ul>

<b>Setores</b>	<b>Empresas Portuguesas</b>	<b>Empresas Espanholas</b>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fluidra</li> <li>• Montebalito</li> <li>• Neinor</li> <li>• Aedas Home</li> </ul>
<b>Tecnologias</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Glintt</li> <li>• Novabase, SGPS</li> <li>• Reditus, SGPS</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Indra</li> <li>• Ampar</li> <li>• Amadeus</li> </ul>
<b>Metalúrgica</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ramada</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Acerinox</li> </ul>
<b>Bens de Consumo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Copam</li> <li>• Corticeira Amorim</li> <li>• J. Martins, SGPS</li> <li>• Sonae</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dia</li> <li>• Deoleo</li> <li>• Pescanova</li> <li>• Natyry House Health</li> <li>• Ebrofoods</li> <li>• Bodegas</li> <li>• Baron de Ley</li> <li>• Borges Agricultural &amp; Industrial Nuts, AS</li> </ul>
<b>Media</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cofina, SGPS</li> <li>• Impresa, SGPS</li> <li>• Media Capital</li> <li>• Nos, SGPS</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Media Set</li> <li>• Atresmedia Medios Communication</li> <li>• Promotora de Informaciones</li> </ul>
<b>Impressão</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Lisgrafica</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vocento</li> </ul>
<b>Papel</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Inapa.Inv.P.Gestão</li> <li>• Semapa</li> <li>• The Navigator Comp</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ence Energia y Celulosa, SA</li> <li>• Iquel</li> <li>• Iberpapel</li> </ul>
<b>Restauração</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ibersol</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Amrest Holding, SE</li> </ul>

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

De seguida, vamos proceder a uma comparação dos códigos do governo das sociedades português e espanhol, relativamente aos princípios, às recomendações e à estrutura.

## **8.1 Quanto aos princípios**

Nos relatórios podemos verificar que ambos desenvolvem mecanismos e procedimentos para transmitir uma informação credível, adequada e oportuna, de forma a proteger todos os *stakeholders*.

Ambos os relatórios definem critérios/funções/poderes para os diferentes órgãos, desde a comissão de remunerações e de nomeações, aos administradores executivos e não executivos, aos órgãos de fiscalização e de supervisão, e ao conselho de administração, com o objetivo de estes membros desempenharem de forma eficaz e eficiente as suas funções com interdependência.

Nas Assembleias Gerais Anuais, os relatórios procuram promover a participação equitativa dos acionistas. Podemos aferir que os códigos zelam pela Gestão de Risco e especificam quem tem os poderes na política da Gestão de Risco, quem executa e avalia periodicamente. A existência de políticas nas remunerações, quer nas componentes variáveis, quer nas componentes fixas, é estabelecida de acordo com o desempenho das funções. E, por último, a promoção de políticas de responsabilidade corporativa para uma maior transparência na divulgação.

## **8.2 Quanto às recomendações**

Nos relatórios encontramos informações com o mesmo objetivo, pelo que as vamos agrupar, para depois efetuarmos uma comparação entre os relatórios de Portugal e Espanha. Nos presentes códigos, as recomendações têm o mesmo objetivo, proteger os *stakeholders*. Para tal, as entidades competentes emitem recomendações, que devem ser seguidas, e estabelecem alguns pontos em comum, que vão ser enunciados no presente trabalho, bem como outras recomendações, que não sendo totalmente divergentes, não estabelecem uma ligação.

### 8.3 Quanto à estrutura

Este Relatório encontra-se estruturado de forma diferente. O RGS português encontra-se melhor estruturado, na medida em que encontramos facilmente a informação pretendida. O RGS português procede à divisão dos poderes existentes, e dentro de cada poder encontramos a composição, as estruturas, e as responsabilidades num capítulo específico. Enquanto o RGS espanhol agrupa todos os poderes no Conselho de Administração, e divide o Conselho de Administração em subcapítulos, onde encontramos as responsabilidades, composição e estrutura, funcionamento, organização, responsabilidade da organização e, por último, as remunerações. Consideramos que, a estrutura apresentada requer ao leitor um maior conhecimento do relatório em termos da sua estrutura, dado que o índice não é elucidativo. Por seu turno, o índice do relatório português está estruturado de tal forma que torna mais acessível a sua leitura. Verificamos ainda que o relatório português tem um capítulo específico sobre a Gestão de Risco, enquanto o relatório espanhol tem um subcapítulo muito abrangente, o que fornece ao leitor a ideia de uma certa relatividade sobre o tema. E, por último, ainda que não menos importante, a divulgação da informação financeira apresentada. O Relatório Português tem um capítulo específico sobre a prestação adequada, enquanto o relatório espanhol não tem um capítulo/subcapítulo imprescindível sobre esta natureza, pois traduz uma imagem credível, transparente e oportuna.

A estrutura do relatório deve ser elaborada de maneira a permitir aos leitores uma maior compreensão. O RGS é destinado a todas as pessoas (*stakeholders*) que estejam direta ou indiretamente relacionadas com a sociedade, e, portanto, se a estrutura for bem elaborada, o conteúdo estará mais concentrado para uma melhor análise e compreensão do mesmo.

De seguida, iremos apresentar as semelhanças nas recomendações emitidas pelos dois organismos de cada país. Em Portugal, os pontos referem-se à interpretação das recomendações emitidas pela CMVM, porém cada ponto pode conter uma ou mais recomendações. Em Espanha, os pontos mencionados na tabela referem-se à interpretação das recomendações emitidas pela CNVM, sendo que cada ponto se refere à interpretação de cada recomendação. De seguida, apresentamos os pontos comuns aos dois códigos, sendo que os números identificados na tabela seguinte serão posteriormente explicados.

Tabela 12 - Resumo dos pontos comuns Portugal *versus* Espanha

	Informação prestada								
<b>Portugal</b>	1	2, 3, 4, 5	6, 7	8, 9, 10, 11	12	13, 14	15, 16, 17	18, 19	20
<b>Espanha</b>	6	4, 7, 8, 18	29, 44	1, 9	12	14, 15, 17	52	40	36

	Informação prestada					
<b>Portugal</b>	21, 22, 23	24	25	26, 27, 28, 29	30, 31, 32	33, 34, 35, 36
<b>Espanha</b>	50, 51, 56, 57, 60	58, 59, 61, 62		19, 47, 48, 49	41, 45, 46,	42

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Na tabela abaixo, apresentamos uma análise comparativa, e efetuamos a associação com as recomendações que são semelhantes em ambos os códigos.

Tabela 13 - Análise Comparativa Informação RGS Portugal Espanha

Portugal	Espanha
(1) A sociedade deve estabelecer mecanismos adequados, rigorosos, oportunos na divulgação de informações pertinentes aos <i>stakeholders</i> .	(6) A elaboração dos relatórios deve dar ênfase à continuidade da empresa; informação sobre a independência do auditor; funcionamento das comissões de auditoria, comité de nomeações e remunerações; informações sobre a comissão de auditoria nas operações vinculadas e política da responsabilidade social.
<p>(2) A sociedade deve estabelecer requisitos para os novos membros dos órgãos societários.</p> <p>(3) Os órgãos de administração, fiscalização e as comissões devem seguir o regulamento interno e elaborar as atas das reuniões.</p> <p>(4) Os regulamentos internos, composição, e os números das reuniões devem ser divulgados na internet.</p> <p>(5) Os regulamentos internos devem ser elaborados para o adequado funcionamento da sociedade, estabelecendo mecanismos de prevenção, deteção e de comunicação de irregularidades.</p>	<p>(4) Ter uma política de comunicação pública com os acionistas, investidores e assessores de voto. Divulgar na <i>web</i>.</p> <p>(7) Publicação na página web das datas das Assembleias Gerais de Acionistas.</p> <p>(8) Na Assembleia Geral de Acionistas, o Comité de Auditoria deve zelar para que o Conselho de Administração apresente as contas, sem qualquer limitação.</p> <p>(18) A empresa deve divulgar na página web: o perfil e bibliografia; outros membros do Conselho de Administração que participam; Categoria; Data da primeira nomeação, bem como, as renomeações; e as Ações de que são titulares.</p>
<p>(6) Os estatutos devem estabelecer mecanismos que permitam ao órgão de fiscalização ter acesso às informações para o bom desempenho das suas funções.</p> <p>(7) Cada comissão deve proporcionar um fluxo de informação adequado e atempado.</p>	<p>(29) A empresa deve disponibilizar todos os meios aos membros para o desempenho das suas funções.</p> <p>(44) A Comissão de Auditoria deve ser informada de quaisquer modificações à estrutura que a sociedade pretenda realizar, deve ser analisada antes da reunião do Conselho de Administração.</p>

Portugal	Espanha
<p>(8) A sociedade não deve fixar um número elevado de ações para conferir o direito ao voto, deve explicar quando não segue o critério uma ação um voto.</p> <p>(9) As sociedades não devem adotar mecanismos para dificultar a tomada de deliberação.</p> <p>(10) Adequar os meios para exercer o direito ao voto.</p> <p>(11) Limitação do número de votos detidos ou exercidos por um acionista, de forma individual ou concertada, deve estar de acordo com os estatutos, <u>e ser revista, pelo menos de 5 em 5 anos, podendo ser alterada ou mantida (nas recomendações do Governo das Sociedades, Espanha nada refere sobre a periodicidade).</u></p>	<p>(1) Os estatutos devem limitar o número de votos que o acionista pode emitir, e não devem dificultar o controlo da sociedade na aquisição de ações no mercado.</p> <p>(9) Divulgação de todas as informações pertinentes para a Assembleia Geral na página web, e facilitar o exercício ao voto.</p>
<p>(12) Se o Presidente do Conselho de Administração for independente, os membros independentes devem designar um coordenador independente do diretor, como interlocutor entre o Presidente do Conselho de Administração e os administradores; zelar pelas condições e meios necessários para o desempenho das suas funções; e coordená-los na avaliação de desempenho.</p>	<p>(12) O Conselho de Administração deve desempenhar as suas funções com o seu propósito e de uma forma independente, deve tratar todos os acionistas de forma equitativa, e promover uma política de maximização do lucro, dar continuidade à empresa, respeitar os regulamentos/leis e agir de boa-fé.</p>
<p>(13) O número dos membros não executivos, a fiscalização e a comissão, devem ser equilibradas e diversificadas tendo em conta a sociedade.</p> <p>(14) O número de administradores executivos deve ser inferior ao número de administradores não executivos.</p>	<p>(14) Definição de uma política para a sua seleção, concreta e verificável; análise prévia sobre a proposta/reeleição e a diversidade dos conhecimentos, habilitações e experiência.</p> <p>(15) Os membros “dominicais e independentes” que possuem uma elevada percentagem de capital, e os independentes, devem constituir uma larga maioria no Conselho de</p>

Portugal	Espanha
	<p>Administração, mas no caso dos executivos deve ser o contrário.</p> <p>(17) O número de membros com elevada percentagem de capital deve representar menos do número total de membros.</p>
<p>(15) O administrador não executivo tem a seu cargo a estratégia, a política, a estrutura empresarial e as decisões estratégicas.</p> <p>(16) O Conselho Geral e de Supervisão deve colaborar com o Conselho de Administração Executivo na definição da estratégia, da política, da estrutura empresarial e das decisões estratégicas.</p> <p>(17) O órgão de fiscalização deve acompanhar, avaliar e pronunciar-se sobre as linhas estratégicas e políticas de risco.</p>	<p>(52) O Regulamento do Conselho Administrativo deve conter as regras da composição e funcionamento da Comissão de Supervisão e Controlo, e estas devem ser consistentes com as aplicações jurídicas:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Compostas exclusivamente por membros não executivos e independentes;</li> <li>- O Presidente deve ser um membro independente;</li> <li>- O Conselho de Administração designa todos os membros;</li> <li>- As comissões podem ter um aconselhamento externo;</li> <li>- Devem ser realizadas e disponibilizadas atas.</li> </ul>
<p>(18) O sistema de Gestão de Risco, Controlo Interno e a Auditoria Interna devem ser estruturados de acordo com a sociedade. E o órgão de fiscalização e a comissão de matérias financeiras deve fiscalizar e propor os ajustamentos necessários.</p> <p>(19) O órgão de fiscalização deve pronunciar-se sobre os planos de trabalho e os recursos afetos ao Controlo Interno.</p>	<p>(40) Abaixo da supervisão da Comissão de Auditoria, no caso de existir uma Comissão Especializada no Conselho de Administração, existe uma função interna de controlo e gestão de risco, com funções; assegurar o bom funcionamento; participação na elaboração da estratégia de riscos, bem como nas decisões sobre a gestão do risco; zelar pelo sistema de controlo e gestão do risco.</p>
<p>(20) O órgão de administração deve avaliar e fiscalizar anualmente o desempenho das comissões e os administradores, tendo em conta o plano estratégico e o orçamento, a gestão de risco, o funcionamento interno e o contributo de cada membro, e o relacionamento entre órgãos e comissões.</p>	<p>(36) O Conselho de Administração deve avaliar e corrigir, pelo menos uma vez por ano, a qualidade e eficiência do Conselho de Administração; Funcionamento e Composição das Comissões; Diversidade da composição e competências (poderes) no Conselho de Administração; Desempenho do Presidente do</p>

Portugal	Espanha
	<p>Conselho Administrativo, Diretor Executivo e a contribuição de cada membro, especialmente dos diferentes responsáveis de cada comissão.</p> <p>A avaliação deve ser feita a partir das informações levadas ao Conselho de Administração, e ao Comité de Nomeações. A cada três anos, o Conselho de Administração deve ser auxiliado por um consultor externo e verificado pelo Comité de Nomeações. As relações comerciais do consultor devem estar discriminadas nos relatórios, bem como o processo/áreas avaliadas.</p>
<p>(21) A fixação de remunerações deve ser realizada por uma comissão independente. No início de cada mandato esta comissão deve aprovar, fazer executar e confirmar a política de remunerações (componente variável e fixa).</p> <p>(22) As remunerações dos órgãos de administração e fiscalização devem estar discriminadas pelas diferentes componentes; as remunerações pertencentes ao mesmo grupo; número de ações concedidas, oferecidas; informações sobre a possibilidade de restituição da remuneração variável; informações quanto à exigibilidade ou inexigibilidade do pagamento relativo à cessação de funções.</p> <p>(23) A remuneração dos administradores não executivos não deve incluir uma componente que dependa do desempenho da sociedade.</p>	<p>(50) A Comissão de Remunerações, além das funções legais, tem ainda funções de: propor ao Conselho de Administração condições básicas de controlo nos altos cargos; verificar o cumprimento e rever a política de remunerações; zelar para que não haja conflitos de interesse; verificar a informação sobre as remunerações dos diretores/gerentes nos diversos documentos.</p> <p>(51) A Comissão de Remunerações deve consultar o Presidente do Conselho Administrativo e o Diretor Executivo, especialmente, nas matérias que dizem respeito aos membros executivos e aos gerentes seniores.</p> <p>(56) A remuneração deve atrair e reter os membros com o perfil desejado, com base no seu conhecimento, habilitações e responsabilidade do cargo, sem pôr em causa a sua independência.</p> <p>(57) A organização deve estabelecer limites para as remunerações variáveis aos membros executivos.</p>

Portugal	Espanha
	(60) As remunerações relacionadas com os resultados devem estar no relatório de Auditoria Externa, e diminuir nos resultados.
<p>(25) Uma parte da remuneração dos executivos deve ter uma componente variável pelo seu desempenho e que não estimule a assunção de riscos excessivos. Parte da remuneração variável deve ser diferida por um período superior a 3 anos, para a confirmação da sustentabilidade do desempenho. Esta pode compreender ações ou instrumentos direta ou indiretamente dependentes de ações, e o início deve ser diferido num prazo não inferior a três anos.</p>	<p>(58) Existência de políticas acerca das remunerações variáveis, estabelecendo limites e regras precisas, tais como, o desempenho profissional e não a evolução dos mercados/setores ou outras circunstâncias.</p> <p>(59) O pagamento de uma parte da remuneração variável pode ser diferido por um período mínimo, para verificar se as condições foram cumpridas.</p> <p>(61) A percentagem da remuneração variável dos membros executivos tem de estar vinculada a ações/instrumentos financeiros referentes ao seu valor.</p> <p>(62) A atribuição de ações/opções/direitos sobre ações correspondentes ao Sistema de Remunerações - os diretores não podem transferir a propriedade de um número de ações equivalente ao dobro da remuneração fixa anual, nem exercer os direitos até um período superior a três anos, exceto se for para cobrir os custos de aquisição.</p>
<p>(26) A sociedade deve demonstrar, promover propostas para a eleição de novos membros com a respetiva fundamentação.</p> <p>(27) Dependendo da dimensão, a função de acompanhamento e apoio pode ser atribuída à comissão de remunerações.</p> <p>(28) A comissão de nomeações deve ser constituída por uma maioria de administradores não executivos independentes.</p>	<p>(19) No relatório do Governo das Sociedades, após a análise pelo Comité de Nomeações, devem ser divulgados os motivos pelos quais foram nomeados pelos membros a pedido dos acionistas (participação &lt;3% capital), e razões quando as condições não foram respeitadas.</p> <p>(25) O Comité de Nomeações deve disponibilizar todas as informações pertinentes, e deve ainda informar, quando oportuno, os membros do conselho executivo. O relatório deve afixar o número máximo de membros.</p>

Portugal	Espanha
<p>(29) A sociedade deve disponibilizar os processos de seleção incluindo os mecanismos de identificação e as propostas com maior mérito/exigências do cargo.</p>	<p>(47) Os membros do Comité de Nomeações e de Remunerações, mesmo separados, devem ser formados de acordo com o conhecimento, habilitações e experiência apropriada para o desempenho das suas funções de forma independente.</p> <p>(48) A sociedade com elevada capitalização deve separar o Comité de Nomeações do de Remunerações.</p> <p>(49) O Comité de Nomeações deve consultar o Presidente do Conselho Administrativo e o Diretor Executivo nas matérias relevantes.</p>
<p>(30) O órgão de administração deve debater e aprovar o plano estratégico e a política que inclua a definição de riscos aceitáveis.</p> <p>(31) A sociedade deve instituir no sistema de gestão de risco: principais riscos decorrentes da atividade; impacto e probabilidade; instrumentos e procedimentos de monitorização e acompanhamento; e procedimentos de fiscalização, avaliação periódica e de ajustamento.</p> <p>(32) Avaliação anual do grau de cumprimento interno e o desempenho no Sistema Gestão de Risco, bem como a perspetiva de alteração do quadro de risco.</p>	<p>(46) Abaixo da Supervisão da Comissão de Auditoria, a entidade dispõe de um departamento de Auditoria Interna, e de um sistema de informação e Controlo Interno, isto dependendo do presidente não executivo ou da comissão executiva.</p> <p>(45) A política sobre o Controlo e a Gestão de Risco deve identificar diferentes riscos financeiros e não financeiros; a fixação do risco que a sociedade aceita; as medidas para mitigar o impacto do risco; e o Sistema de Informação e Controlo Interno que utilizam para controlar e gerir os riscos.</p> <p>(41) O responsável da Auditoria Interna presente na Comissão de Auditoria deve apresentar um plano de trabalho anual e, informar todas as incidências que decorram do seu trabalho, elaborando para esse efeito um relatório anual.</p>
<p>(33) O órgão de fiscalização deve definir critérios, processo e seleção do revisor oficial de contas, bem como a metodologia e procedimentos utilizados para assegurar a</p>	<p>(42) As funções da Comissão de Auditoria, além das previstas na lei sobre a relação dos sistemas de informação e controlo interno;</p>

Portugal	Espanha
<p>independência. Outros serviços de auditoria não podem ser prestados pelo ROC.</p> <p>(34) O órgão de fiscalização deve ser o principal interlocutor entre o ROC e os destinatários, devendo propor as remunerações, e avaliar anualmente o trabalho do ROC, podendo propor a destituição ou resolução do contrato por justa causa.</p> <p>(35) O ROC deve verificar a política e sistemas de remunerações, eficácia e funcionamento do controlo interno e reportar qualquer deficiência.</p> <p>(36) O ROC deve colaborar com o Órgão de Fiscalização, prestando qualquer serviço relevante para o desempenho do Órgão de Fiscalização.</p>	<p>abrangem também a relação com o auditor externo.</p>

Nesta tabela apresentamos as semelhanças entre as recomendações dos dois códigos em análise.

Em suma, nos pontos assinalados na tabela 13, encontramos os pontos em comum sobre as recomendações orientadas pela CMVM e pela CNMV. Um dos pontos em comum é sobre as sociedades, que devem adotar mecanismos para transmitir informações credíveis e oportunas (Ponto 1 – Ponto 6). Nas recomendações orientadas pelas respetivas comissões, é dada grande ênfase à Assembleia Geral, nomeadamente na divulgação da convocatória, atas, regulamentos e estatutos (Ponto 2, 3, 4, 5 – Ponto 4, 7, 8, 18). Dentro da organização, nos regulamentos internos, os estatutos deverão estabelecer mecanismos para o acesso às informações para o desempenho das suas funções (Ponto 6, 7 – Ponto 29). Ambas as recomendações, têm como base facilitar o direito ao voto, para tal, as sociedades através da página *website* deverão prestar todas as informações relativas ao direito de voto (Ponto 8, 9, 10, 11 – Ponto – 1, 9).

Pela análise das recomendações, consta que o Conselho de Administração pode nomear um *lead* diretor independente para poder desempenhar as suas funções de forma independente (Ponto 12 – Ponto 12).

Ambas as recomendações têm por base a constituição de comissões com conhecimentos diversificados, e o número de membros executivos e não executivos (Pontos 13, 14 – Pontos 14, 15). Em ambos, observamos as competências do Conselho de Administração (Pontos 15, 16, 17 – Ponto 52). Outros pontos em comum são a Gestão de Risco, no seu funcionamento, e a estratégia, dentro da organização (Pontos 18, 19 – Ponto 40).

A avaliação do desempenho das diferentes comissões deve ser realizada anualmente pelo Conselho de Administração. Uma diferença encontrada neste ponto é que a cada três anos, as sociedades cotadas em Espanha devem recorrer a um consultor para auxiliar o Conselho de Administração nesta avaliação (Ponto 20 – Ponto 36). Na parte das remunerações, dentro das organizações, definem uma política e limites sobre as remunerações, fixas e variáveis, tendo em conta as exigências do cargo, conhecimento e habilitações (Pontos 21, 22, 23 – Pontos 50, 51, 56, 57, 60). As componentes devem estar discriminadas, e devem ser mencionadas no relatório.

No Ponto 25 – Pontos 58, 59, 61, 62 encontramos bastantes semelhanças e algumas diferenças. Parte das remunerações variáveis dos executivos pode ser diferida, para a verificabilidade do seu desempenho e não pela consequência favorável do mercado. A diferença assenta no período imposto por Portugal, período mínimo de três anos, e em Espanha assenta na verificabilidade das condições que não impõe um período mínimo. Outra semelhança nestes pontos prende-se com o tipo de remuneração variável, sendo que Espanha impõe um limite (ao dobro da remuneração fixa anual), enquanto Portugal não estabelece nenhum montante como limite.

Um dos pontos semelhantes que podemos observar nos pontos 26, 27, 28 e 29 – Pontos 19, 47, 48 e 49, é a função da Comissão de Nomeações. Esta deve divulgar todos os processos e critérios das nomeações. Dependendo da dimensão (capitalização) esta comissão pode existir ou não.

Nos pontos 30, 31, 32 – os pontos 41, 45, 46 têm como base a Gestão de Risco bem como as suas funções. Ambos os órgãos de administração têm que definir os riscos aceitáveis, e a avaliação periódica. Ambos assentam na definição de Gestão de Risco, na

identificação dos diferentes riscos, nos procedimentos de mitigação dos riscos, e no acompanhamento e avaliação.

Por último, o Órgão de fiscalização/Comissão de Auditoria tem um ponto fulcral na relação com o Auditor Externo. Para além de definir a remuneração do auditor, deve promover uma comunicação próxima com o auditor.

Em suma, as recomendações emitidas pelos dois organismos zelam pela transmissão da informação credível, transparente e oportuna. As Assembleias Gerais promovem a equidade entre os acionistas, bem como o acesso às informações. Promovem uma imagem transparente na divulgação das convocatórias, atas, regulamentos internos e dos estatutos das organizações. Os órgãos/comissões existentes possuem uma segregação de funções e competências, de forma a não pôr em causa a independência. Considera o fluxo de informação, controlo e Gestão de Risco como uma componente fundamental dentro das organizações. É dada grande importância às relações existentes entre o Auditor Externo e o Órgão de Fiscalização. E, por último, aos critérios definidos nas remunerações, na componente variável.

## **9. Diferenças nas recomendações em Portugal e Espanha**

Neste ponto iremos abordar as diferenças encontradas nas recomendações da CNMV e da CMVM. Na análise realizada existem recomendações num código que não constam no outro (com alguma frequência), e outras com diferenças notórias.

A estrutura apresentada nos Relatórios entre Portugal e Espanha diverge substancialmente.

No Relatório Português é utilizada a seguinte estrutura: Estrutura Acionista, Órgãos Sociais e Comissões, Organização Interna, Remunerações, Transações com Partes Relacionadas, e, por último, a Avaliação do Governo Societário. Enquanto o Relatório Espanhol apresenta: a Estrutura do Capital, a Assembleia Geral, a Estrutura de Administração da Sociedade, as Operações vinculativas e as Operações Intra-grupo, o Sistema de Controlo e Gestão de Risco, o Sistema de Controlo Interno e a Gestão de Risco em relação ao “Processo de Emissão de Informação Financeira”, o Grau de cumprimento das Recomendações do Governo Societário e, por fim, outras Informações de Interesse.

Outro ponto divergente é a avaliação do cumprimento do governo societário. Em Portugal, é transcrita a recomendação do CGS, indicando se esta é ou não adotada, e quais os pontos onde consta a informação relativa a essa recomendação, já em Espanha o mesmo não acontece. Nos relatórios apresentados, e mais concretamente na parte da avaliação, é solicitado que seja indicado se são ou não cumpridas as recomendações e se estas são ou não aplicáveis. Quando não cumprem a recomendação, explicam a razão, o porquê.

Tabela 14 - Análise das diferenças na informação presente nos RGS

Portugal	Espanha	Motivo
<p>(1) Obrigação de informar o respetivo órgão de factos que possam constituir conflitos de interesse.</p> <p>(2) Existência de procedimentos para evitar conflitos de interesse.</p>	<p>(23) Todos os membros devem expressar a sua opinião quando consideram que alguma proposta vai contra os interesses da organização. Deve ser feita de forma especial, por independentes e outros membros que não tenham conflitos de interesse, tratando-se de decisões que prejudicam os acionistas não representados no Conselho de Administração.</p>	<p>Portugal permite às empresas estabelecer mecanismos para evitar conflitos de interesse por qualquer membro. Já Espanha prevê os conflitos de interesse, e, por isso, estabelece mecanismos de comunicação, para os independentes e membros que não têm conflitos de interesse.</p>
<p>(3) O administrador deve definir um parecer prévio e vinculativo sobre as partes relacionadas: tipo, âmbito, valor mínimo (individual ou agregado).</p>	<p>(2) As empresas filiadas “filhas” quando pertencem à mesma empresa, devem definir mecanismos que protejam os interesses de ambas as partes e divulgá-los.</p>	<p>Em relação às Partes Relacionadas, Espanha só refere as empresas “filhas” como sendo uma das componentes na definição de Partes Relacionadas.</p>
<p>(4) Não devem ser adotados mecanismos de pagamento ou encargos na transição, controlo ou mudança da composição do órgão de administração.</p>	<p>---</p>	<p>Não possui, nas recomendações, quaisquer referências.</p>

Portugal	Espanha	Motivo
<p>(5) Cada sociedade deve incluir um número não inferior a um terço para cumprir os requisitos independentes, e estes podem exercer por um período superior a 12 anos contínua ou intervaladamente.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Colaborador ou sociedade, com relação de domínio superior a três anos.</li> <li>- Que nos últimos três anos tenha prestado serviços ou relações comerciais significativas.</li> <li>- Beneficiário de remuneração paga em relação de domínio, para além da remuneração decorrente.</li> <li>- Viver em união de fato, cônjuge, parente ou linha reta até ao terceiro grau.</li> <li>- Titular de participação qualificada.</li> </ul>	<p>(13) O Conselho de Administração deve ter 5 a 13 membros.</p>	<p>Em Portugal impõe-se que mais de um terço dos membros do Conselho de Administração sejam independentes, enquanto Espanha estabelece o número de membros.</p>

Portugal	Espanha	Motivo
<p>(6) Devido à complexidade e dimensão da organização, podem constituir comissões especializadas sobre as matérias de governo societário, de remunerações, avaliação de desempenho e de nomeações.</p>	<p>(35) O secretário do Conselho de Administração deve zelar, de forma especial, pelas decisões/ações no Conselho de Administração, tendo por base as recomendações do código do Governo das Sociedades.</p>	<p>O código português permite às sociedades criarem uma comissão interna nas matérias do Governo das Sociedades. Em Espanha, o Secretário do Conselho de Administração tem por base as recomendações do Governo das Sociedades.</p>
<p>(7) O órgão de administração deve aprovar o regulamento interno, o regime de atuação dos executivos e as funções executivas fora da sociedade.</p> <p>(8) O órgão de administração atua de acordo com os objetivos, e não pode delegar poderes sobre a definição, estratégia e principais políticas da sociedade; organização e coordenação empresarial; e matérias consideradas estratégicas.</p> <p>(9) O órgão de administração deve fixar objetivos em matéria de assunção de risco.</p>	<p>37) A estrutura da Comissão Executiva deve ser similar à do Conselho de Administração.</p> <p>(38) O Conselho de Administração tem o direito de saber as decisões levadas a cabo pela Comissão Executiva e todos os membros devem receber cópias das atas.</p>	<p>Os órgãos de administração, em Portugal, delegam os poderes definidos para a Comissão Executiva sem requerer a sua autorização prévia. Quando vai para além dos seus poderes, estes membros têm que requerer a sua autorização. Já em Espanha é definido o número de membros executivos, caso exista esta comissão, e todas as decisões devem ser do conhecimento dos órgãos de administração, e receber cópias da ata.</p>

Portugal	Espanha	Motivo
<p>(10) O presidente ou membro da comissão de remunerações deve estar presente na Assembleia Geral Anual, ou outras Assembleias se alguma ordem de trabalho incluir matérias de remunerações.</p> <p>(11) Dentro do orçamento da sociedade, a comissão pode recorrer a serviços de consultadoria para o exercício das suas funções.</p>	---	Não possui nas recomendações quaisquer referências.
<p>(12) A sociedade deve dispor de instrumentos jurídicos para a cessação de funções antes do termo do mandato.</p> <p>(13) Se os estatutos permitirem, no início de cada mandato da comissão das remunerações, deve ser aprovado o regime de pensões e o montante máximo de compensações pagas à cessação de funções.</p>	<p>(64) Os pagamentos por rescisão não podem exceder um valor estabelecido equivalente a 2 anos da remuneração anual total, só podem ser pagos quando a empresa verificar que foram cumpridos todos os critérios de desempenho.</p>	Portugal estabelece nos estatutos uma limitação monetária pela cessação/rescisão do mandato, enquanto Espanha impõe um limite máximo, e com a verificabilidade do cumprimento dos critérios de desempenho estabelecidos.

Portugal	Espanha	Motivo
<p>(14) O regulamento do órgão de fiscalização deve fiscalizar o processo e divulgação da informação preparada pelo órgão de administração.</p> <p>(15) O órgão de fiscalização deve estabelecer mecanismos e procedimentos de controlo periódico.</p>	<p>(53) A supervisão do cumprimento das regras do governo das sociedades, dos códigos internos e a supervisão sobre a política da responsabilidade social, deve ser atribuída a uma ou várias Comissões do Conselho de Administração (Comissão de Auditoria, Nomeações ou uma Comissão Especializada), com funções de: supervisão do cumprimento dos códigos, estratégias de comunicação; avaliação periódica, monitorização e práticas da responsabilidade corporativa; supervisão e avaliação dos processos de relação nos diferentes grupos de interesse; avaliação dos riscos não financeiros e coordenação do processo de reporte da informação financeira e não financeira.</p>	<p>Em Portugal, o órgão de fiscalização tem, uma das funções, fiscalizar as informações elaboradas pelos órgãos de administração bem como a sua divulgação. Em Espanha, as informações emitidas pelos órgãos de administração podem ser fiscalizadas por uma ou várias comissões.</p> <p>Uma semelhança encontrada neste ponto é o controlo periódico, bem como os mecanismos e procedimentos para efetuar esse controlo.</p>

Nas recomendações emitidas pelo organismo CNMV os seguintes pontos 3, 5, 10, 11, 16, 20, 21, 22, 24, 26, 27, 28, 30, 31, 32, 33, 34, 39, 43, 55 e o 63 não têm ligação com as recomendações emitidas pelo organismo português. Passamos a explicar as recomendações acima referidas.

Antes da realização da Assembleia Geral os acionistas têm competências para acrescentar novos pontos. Esses pontos deverão ser disponibilizados imediatamente, bem como o modelo de delegação do voto à distância. Por seu turno, em Portugal, nada é referido sobre os acréscimos de novos pontos na atribuição de prémios; e quanto à emissão de

ações com limite superior a 20%, esta deve ser aprovada na Reunião Geral de Acionistas, devendo ser efetuada a respectiva divulgação.

A proporção entre os “diretores de propriedade” e os “administradores não executivos” deve ser inferior à proporção do capital da sociedade sobre os membros mais o restante capital. Este critério pode ser mitigado pela elevada capitalização e poucas participações. Muitos acionistas representados no Conselho de Administração não têm vínculos entre si.

No Conselho de Administração, as recomendações sugerem que os acionistas se reúnam pelo menos oito vezes, estabelecendo uma cronologia e definindo os pontos de trabalho, função essa que está incumbida ao Presidente do Conselho de Administração. A ausência dos membros deve constar no relatório, assim como a sua justificação, e o seu representante deve dar as instruções necessárias. Quando os membros do Conselho de Administração demonstram preocupação quanto a uma proposta, esta deve ficar registada na ata.

O Conselho de Administração pode adotar medidas para cada ordem de trabalhos, e para outros assuntos que não constavam da ordem de trabalhos, o Presidente pode requerer a maioria para esses pontos com o consentimento prévio. Todos os membros serão informados sobre a opinião e movimentos dos acionistas.

O Presidente além das suas funções, descritas no regulamento interno e nos estatutos deve avaliar a Comissão Executiva. Dentro do Conselho de Administração pode existir um coordenador. Este tem como competências: manifestar preocupações com os membros não executivos; manter a ligação com os acionistas; efetuar um plano de sucessão do Presidente na sua ausência, ou na ausência do Secretário do Conselho de Administração, altura em que este tem a competência de presidir o Conselho.

O Conselho de Administração não deve propor a separação de nenhum membro independente antes do cumprimento legal, exceto por justa causa, após a análise do Comité de Nomeações. Justa causa, é entendida quando os membros passam a ter novos cargos que impedem de desempenhar as suas funções. A separação pode ocorrer na aquisição de ofertas públicas, fusões ou outras operações que afetam o capital. A cessação ou demissão dos membros do Conselho de Administração deve ser divulgada e, se a razão for relevante, deve constar no relatório. Quando os acionistas transmitem ou reduzem a sua participação, os “diretores de propriedade” devem apresentar a sua renúncia.

De forma explícita, a Comissão de Auditoria tem conhecimentos específicos para exercer as suas funções, tem poderes para se reunir com colaboradores ou gerentes, sem a presença de um superior.

Na parte das recomendações de responsabilidade, a CMVM não refere nenhuma orientação, enquanto Espanha sugere pontos sobre a política, questões, e utilização de metodologias internacionais aceites.

Portugal não possui qualquer tipo de recomendação sobre a reivindicação do pagamento sobre as remunerações variáveis, quando não se verifica o cumprimento dos requisitos, ao contrário de Espanha.

Em suma, é importante destacar as diferenças encontradas nos códigos, que são as transações com as Partes Relacionadas. As Partes Relacionadas são uma parte bastante sensível nas empresas, e devem estar bem estruturadas e divulgadas no relatório. As Partes Relacionadas podem constituir um conflito de interesses, uma vez que têm influência nas decisões da sociedade.

Nas organizações, normalmente existem relacionamentos com partes relacionadas decorrentes da sua atividade, que podem ter influência significativa nas políticas financeiras e operacionais da organização, de acordo com a Norma Contabilística e de Relato Financeiro (NCRF5), nomeadamente no impacto na posição financeira e nos resultados.

Define-se “partes relacionadas” por um conjunto de pessoas ou entidades que detêm uma influência significativa sobre uma entidade que relata, ou vice-versa, segundo a norma *International Organization for Standardization (ISO) 550*. O controlo pode ser através da propriedade comum (partilha de poder, ou seja, empreendimentos comuns), familiares próximos (ou amigos íntimos) e gerentes comuns.

As partes relacionadas acarretam mais riscos em Auditoria, uma vez que, em condições normais essas transações ocorriam em interesse de cada uma das partes, e para tal, o risco de distorção material é mais elevado, e, pode influenciar negativamente o utente das demonstrações financeiras.

Outro aspeto fundamental é a política de comunicação sobre os conflitos de interesse. Em Portugal, as recomendações sugerem um mecanismo que facilite aos membros denunciarem os possíveis conflitos, com o objetivo de manter a confidencialidade. Do outro lado, em Espanha, onde se considera que a comunicação deve ser efetuada pelos

membros independentes e membros não executivos. Todavia, a política de comunicação deveria estender-se por todos os membros da sociedade. A constituição das comissões executivas é fundamental para o cumprimento da estratégia da organização. Porém, o número de membros, apesar de ser importante, deveria realçar a sua independência para não por em causa os seus interesses pessoais. Outro ponto a ter em consideração é a delegação de competências à comissão executiva. Enquanto que em Portugal a comissão executiva tem a função de cumprir os objetivos definidos, e não necessita de uma autorização do Conselho de Administração, exceto em assuntos que envolvam a autorização dos órgãos de administração. Em Espanha, as decisões tomadas têm que ser levadas ao Conselho de Administração para a sua autorização. Uma das diferenças mais significativas é a fixação do montante máximo para a rescisão de funções definida em Espanha, enquanto que em Portugal esse valor é definido nos Estatutos da sociedade. Ou seja, varia de sociedade para sociedade.

Por último, as funções de supervisionar as informações divulgadas e as recomendações da CMVM, são competência do órgão de fiscalização. O organismo espanhol sugere essa competência a uma ou várias comissões do Conselho de Administração.

Após uma análise detalhada ao Código do Governo das Sociedades emitido pela CMVM e pela CNMV e quanto às semelhanças e diferenças encontradas nas recomendações, de Portugal e em Espanha, respetivamente, apresentamos a análise dos pontos semelhantes nas empresas cotadas, mencionadas na Tabela 12, por setor de atividade. Em primeiro lugar iremos analisar as recomendações adotadas nas empresas individualmente. De seguida, iremos proceder a uma análise comparativa das informações contidas nas recomendações adotadas nas empresas no mesmo setor. Posteriormente, efetuaremos os mesmos procedimentos nas empresas cotadas de Espanha, e a análise de cada setor. Por último, apresentaremos uma reflexão sobre as divulgações ditas “semelhantes” das recomendações dos respetivos organismos do mesmo setor.

## **10. Estudo Empírico**

No nosso estudo procedemos à comparação de duas empresas portuguesas para uma melhor perceção sobre todas as recomendações existentes no Código do Governo das Sociedades. Apresentamos a comparação das empresas SonaeCom e Pharol, uma vez que achamos pertinente analisar uma empresa à partida mais conhecida e uma menos conhecida para percebermos o funcionamento de organizações que consideram fundamental a Corporate Governance e o Relatório do Governo das Sociedades.

### **10.1 Recomendações Adotadas no Setor das Telecomunicações em Portugal**

#### **10.1.1 SONAECOM**

##### **1 - Identificação CGS**

A SONAECOM adota as recomendações emitidas pelo IPCG. Este cumpre a estrutura e política da CMVM, os deveres do CSC e o “Cumprir ou Explicar”.

##### **2 - Análise Cumprimento**

A SONAECOM não vê qualquer constrangimento no exercício das suas funções no Conselho de Administração, no Conselho Fiscal e quanto ao ROC.

##### **Parte I**

###### **I 1.1**

A SONAECOM disponibiliza um gabinete de apoio ao investidor. O Conselho de Administração disponibiliza todas as informações (convocatórias, atas e documentos) para o exercício de cada um dos órgãos. Uma maneira de transmitir credibilidade e transparência é a divulgação da renúncia do representante do mercado bem como do cargo de administração, de forma explícita.

O Conselho de Administração deve disponibilizar ao Presidente do Conselho Fiscal as convocatórias e as atas, o Conselho Fiscal pode também solicitar todas as informações que considerar pertinentes para o desenrolar das suas funções.

## 12.1

A SONAECOM desenvolve vários mecanismos para identificar possíveis candidatos para o desempenho de cargos de órgãos sociais. Esta sociedade tenta privilegiar, nomeadamente a diversidade do género, qualificação profissional, pluralidade de conhecimentos, recusa da limitação da idade. Todas as informações relativas à sua nomeação estão devidamente divulgadas no relatório.

Nos estatutos da entidade é indicado que a constituição do Conselho de Administração deve ser aprovada na Assembleia Geral de Acionistas. Nos estatutos e no presente relatório são impostas algumas regras, de forma a não prejudicar os acionistas minoritários.

## 12.2/2.3

A SONAECOM adota e disponibiliza todos os regulamentos internos dos órgãos de administração, fiscalização e as comissões sobre o exercício, presidência, atribuições, periodicidade de reuniões, funcionamento e os deveres dos membros, sendo elaboradas atas detalhadas das reuniões.

## 12.4

A SONAECOM divulga no *site* todos os regulamentos, a composição e os números das reuniões.

## 12.5

A SONAECOM delega poderes ao Conselho Fiscal na Detecção e Proteção de irregularidades. A sociedade estabelece um mecanismo para que todos os membros comuniquem todas as irregularidades que detetem, e devem comunicar por carta ao Conselho Fiscal, e este deve analisar devidamente.

## 13.1/3.2

A SONAECOM no Regulamento Interno do Conselho de Administração nada aborda sobre a disponibilização da informação, todavia esse papel está incumbido ao Diretor do Governo das Sociedades, que deve facilitar a obtenção de informações. No Regulamento do Conselho Fiscal está devidamente expresso que este órgão deve ter todas as informações pertinentes para o bom desempenho do seu trabalho.

#### I 4.1/4.2

A SONAECOM possui um código de conduta. Esse código indica os deveres/direitos de todos os colaboradores, e nomeadamente refere os termos da independência e as incompatibilidades. Quando um Órgão do Conselho Fiscal se depara com esta situação deve averiguar e tomar as devidas precauções. O Conselho de Administração ou as Comissões devem informar o respetivo órgão, e não entram no processo de tomada de decisão.

#### I 5.1/5.2

A SONAECOM, de acordo com o artigo 20 da CMV obtém um parecer prévio do Conselho Fiscal para transações superiores a 10 Milhões de Euros, e um reporte trimestral para transações com partes relacionadas com valor superior a 1 Milhão de Euros. Este reporte é feito nas reuniões trimestrais pelo Conselho Fiscal.

A sociedade realiza transações cujo objeto tem por base procedimentos administrativos específicos por imposições normativas, preços de transferência, sistemas internos de “controles e balanços”, nomeadamente validade formal e função do valor. Para possíveis conflitos opta por realizar estas operações pelo preço de mercado. Todas as transações realizadas constam no relatório.

#### II 1/2/3/4

A SONAECOM segue o princípio uma ação corresponde a um voto, e este pode ser efetuado por via eletrónica, por correspondência e presencialmente. Não existe qualquer tipo de limitação, o voto por via eletrónica/correspondência tem que ter uma qualidade obrigatória e são disponibilizadas no *website* todas as informações, documentos-tipo e um endereço para esclarecerem as dúvidas. As deliberações são tomadas por maioria simples.

#### II 6

A SONAECOM não adota nenhum tipo de mecanismo de pagamentos ou encargos na transação, controlo ou mudança da composição dos órgãos de administração. A SONAECOM tem um acionista que possui a maioria do capital.

### III 1

A SONAECOM não tem na sua composição um “diretor principal independente”. A entidade não sente necessidade dada a reduzida dispersão de capital, dimensão e estrutura.

### III 2/3 4

Na SONAECOM o Conselho de Administração é constituído por 3 membros. Dada a sua dimensão e complexidade, a entidade entende que é suficiente. Não cumpre com a recomendação dos administradores não executivos (1) serem superiores aos administradores executivos (2).

### III 4/5

A SONAECOM dada a sua dimensão, estrutura e pouca dispersão do capital, não adota esta recomendação.

### III 6

A SONAECOM expressa no Relatório o cumprimento desta recomendação. Cabe ao Conselho de Administração determinar as estratégias e políticas gerais, e sobre o risco (definição dos riscos aceitáveis e o montante).

### III 7

A SONAECOM adota o Modelo Anglo-Saxónico, por isso, não adota esta recomendação, não possui um Conselho Geral de Supervisão.

### III 8

A SONAECOM confere poderes ao Conselho Fiscal para avaliar o Sistema de Gestão de Risco, o Sistema de Controlo Interno e o Sistema de Auditoria Interna, este órgão deve emitir relatórios sobre a eficácia dos mesmos.

### III 9

A SONAECOM não justifica a criação de comissões especializadas. Tem um Diretor do Governo, qualquer assunto deve reportar ao Conselho de Administração. E possui um Secretário da Sociedade com competências de zelar e supervisionar as atas, convocatórias, documentos legais e divulgação de informações.

### III 10/11/12

A SONAECOM delega competências de monitorização para a Gestão do Risco e do Conselho de Administração. E a avaliação e os devidos ajustamentos são realizados pelo Conselho Fiscal - este órgão é independente.

O Relatório prevê que o Conselho Fiscal juntamente com a Auditoria Interna planifique o plano anual, supervisione e reporte todas as informações. Existe outra área com competências no controlo de risco como o Planeamento e o Controlo.

A SONAECOM adota a estrutura *Business Risk Management* (BRM), na identificação, definição e agrupamento dos riscos.

A SONAECOM, decorrente da sua atividade, identifica os seguintes riscos: económicos (Influências Económicas, Inovação Tecnológica, Concorrência, Portfólio do Negócio, Interrupção de Negócio e Perdas Catastróficas, Confidencialidade/Integridade e Disponibilidade e Falha no Produto-Serviço), Financeiros, Legais, Fiscais e Reguladores.

No processo de Gestão de Risco, a SONAECOM integra *Enterprise Risk Management* (ERM), emitido pelo COSO (*Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*).

### IV 1

A SONAECOM não permite aos administradores executivos exercerem atividades fora do grupo.

### IV 2

A SONAECOM estabelece competências para o Conselho de Administração, tais como a gestão da sociedade, nomeadamente a monitorização de risco, a gestão de conflitos de interesse, dos objetivos e estratégia da organização. E delega à Comissão Executiva a gestão corrente.

### IV 3

O Conselho de Administração tem as funções de aprovar as principais políticas, nomeadamente as políticas de risco.

#### IV 4

O Conselho Fiscal averigua a eficácia do Sistema de Controlo Interno e da Gestão de Risco. Para além disso, avalia a Auditoria Interna, propõe ajustamentos e elabora relatórios.

#### V 1.1

O Conselho de Administração, anualmente, avalia o seu desempenho e submete à Assembleia Geral para a sua apreciação. Na Assembleia votam um voto de confiança ou desconfiança. No relatório não expressa nenhum ponto.

#### V 1.2

Na análise deste ponto, a SOANECOM divulga as competências do Conselho Fiscal, o cumprimento da avaliação anual sobre a Gestão de Risco, o Sistema de Controlo Interno e o Sistema de Auditoria Interna. Quanto à avaliação das outras comissões, nomeadamente a Comissão Executiva, que é levada à Comissão de Vencimentos, com critérios pré-definidos - *Key Performance Indicators* (KPIs). Nada refere sobre a avaliação da estratégia e do orçamento anual.

#### V 2 e 3

A SOANECOM tem uma Comissão de Vencimentos independente que aprova a remuneração do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal. Essa comissão realiza estudos para avaliar o desempenho, e tem por base a política de remunerações aprovada na Assembleia Geral. Nesse estudo inclui análises comparativas do mercado, com empresas comparáveis, e a responsabilidade individual e a avaliação de desempenho.

A SONAECOM tem uma política de remunerações tendo em vista a competitividade, orientação para o desempenho, alinhamento com os interesses dos acionistas, e a transparência e razoabilidade.

A SONAECOM estabelece uma política de remunerações para os órgãos executivos, uma componente fixa (14 prestações mensais) e uma componente variável (curto prazo e médio prazo). O prémio variável de curto prazo é atribuído no primeiro semestre do ano seguinte. E o prémio variável de médio prazo é diferido por 3 anos, conforme o desempenho da organização com o alinhamento dos objetivos da organização. A remuneração variável está definida entre 30 % e 60% da remuneração total anual. O valor

é consoante o objetivo definido, podendo variar entre 0% e 160%. A avaliação do cumprimento do objetivo é realizada através do *Key Performance Indicators of Business Activity* (Business KPIs).

As remunerações dos administradores não executivos não têm qualquer componente variável. A remuneração tem uma componente fixa, e depende da comparação nas reuniões do Conselho de Administração; e na atribuição de um subsídio de responsabilidade anual.

A SONAECOM não adota esta recomendação, considera que existem mecanismos equivalentes à presença da comissão de remunerações na Assembleia Geral.

A SONAECOM estabelece um mecanismo para que a Comissão de Vencimentos recorra a consultores que não ponham em causa a independência, face ao Conselho de Administração, à Sociedade e ao Grupo. Neste relatório consta que a Comissão de Vencimentos não recorreu a consultores externos.

#### V 4.1

A SONAECOM divulga os critérios na eleição dos administradores. A sociedade segue a política da diversificação tendo em vista o género, qualificação profissional, conhecimentos e idade.

#### V 4.2/4.3/4.4

Estas recomendações não se aplicam à entidade.

#### VI 1

O Conselho de Administração da SONAECOM cumpre com esta recomendação, define as principais políticas de risco, bem como os níveis de tolerância.

#### VI 2

A SONAECOM identifica e explica os principais riscos a que está exposta. Utiliza uma metodologia na gestão do risco, *Enterprise Risk Management*, que permite agrupar os riscos, e consequentemente tomar medidas para os reduzir para níveis aceitáveis.

## VI 3

A SONAECOM delega ao Conselho de Supervisão o cumprimento e o desempenho do risco, que este deve avaliar anualmente. No presente relatório não houve alteração do quadro de risco.

### VII 1.1

No regulamento interno, o Conselho Fiscal tem competências para fiscalizar a adequação do processo de preparação e divulgação da informação financeira, bem como da política e estimativas, e dos julgamentos profissionais.

### VII 2.1

No regulamento Interno do Conselho Fiscal, este órgão deve propor à Assembleia Geral a nomeação e a respetiva remuneração do Auditor Externo. A eleição ou a destituição é efetuada sobre a proposta do Conselho Fiscal na Assembleia Geral. Os serviços adicionais requerem a fiscalização e aprovação do Conselho Fiscal sobre alguns critérios, enumerados no relatório.

### VII 2.2

O Conselho Fiscal deve zelar por ser o principal interlocutor com o ROC, bem como ser o destinatário dos relatórios emitidos pelo ROC.

### VII 2.3

O Conselho Fiscal tem a função de avaliar anualmente o ROC, e tem competências para proceder à destituição ou resolução do contrato.

### VII 2.4

No âmbito das suas competências, o ROC tem a função de verificar a aplicação das políticas, como a eficácia e o funcionamento dos mecanismos de controlo interno e reportar qualquer deficiência.

### VII 2.5

O ROC deve colaborar com o Conselho Fiscal, esclarecendo qualquer dúvida decorrente do seu trabalho, ou se se deparar com uma situação irregular.

## **10.1.2 PHAROL**

### **1-Identificação CGS**

A PHAROL adota as recomendações emitidas pelo IPCG, e estabelece normas a nível interno.

### **2- Análise Cumprimento**

A PHAROL adota todas as recomendações, e respeita o CSC e o princípio “Reclamar ou Explicar”.

## **Parte I**

### **I 1.1**

Neste ponto a PHAROL disponibiliza a todos os *stakeholders* um gabinete de apoio ao investidor, devidamente identificado no seu relatório. Esta sociedade possui uma página *online* onde divulga todas as informações pertinentes sobre a empresa, nomeadamente os Estatutos, os Regulamentos dos Órgãos Sociais e as Comissões criadas no Conselho de Administração, a Identificação dos Órgãos Sociais e o representante das relações comerciais, as funções e meios do Gabinete de Apoio ao Investidor, bem como as convocatórias, propostas, discussão, votação de acionistas, histórico de todas as deliberações da Assembleia Geral e a variação dos Resultados. E a divulgação do calendário das reuniões da Assembleia Geral e divulgação das contas.

### **I 2.1**

A PHAROL cumpre os requisitos mencionados no artigo 245 da Comissão de Valores Mobiliários (CMV), divulgando a política de diversidade da sociedade nos órgãos de administração e de fiscalização.

Todas as informações relativas à sua nomeação (currículo e a composição) estão devidamente divulgadas no relatório.

### 12.2/2.3

A PHAROL adota e disponibiliza todos regulamentos internos dos órgãos de administração, fiscalização e as comissões sobre as competências delegadas, cumprindo com os requisitos legais, e divulga algumas competências que não são delegadas aos conselhos.

### 12.4

A PHAROL divulga no *site* todos os regulamentos, a composição e os números das reuniões, quer da Assembleia Geral quer do Conselho Fiscal.

### 2.5

A PHAROL desenvolve um mecanismo eletrónico, um *site online* dentro da página da organização para a comunicação de irregularidades.

O Conselho Fiscal tem competências específicas para receber e, caso seja necessário, implementar mecanismos para o tratamento adequado da irregularidade.

### 13.1/3.2

A PHAROL no seu relatório menciona os *links* para a sua página *online*, desde os Estatutos, Regulamento do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal. Nos Estatutos está definida a criação de uma Comissão de Acompanhamento. Esta comissão tem um papel fundamental no fluxo da informação, esta deve assegurar que os órgãos possuem as informações adequadas no decorrer das suas funções. Nos regulamentos mencionados no relatório, verificamos que o Conselho de Administração e o Conselho Fiscal devem prestar informações e divulgar sempre que necessário.

### 14.1/4.2

A PHAROL relata um caso em que existiu uma providência social. Essa providência teve consequências na posse do Conselho Geral. Os anteriores administradores que foram reeleitos continuaram em funções, e os que saíram da sociedade ou por incompatibilidade não puderam continuar a exercer funções na administração. Essa providência originou uma nova reeleição.

No relatório, nos pontos mencionados pela organização não é imposta obrigação de comunicação de forma explícita, nem os procedimentos a adotar. A sociedade só menciona as partes relacionadas, ficando bastante limitada.

#### I 5.1/5.2

A PHAROL estabelece alguns princípios, nomeadamente nas transações relacionadas, nenhum membro principal ou colaborador com autoridade formal carecem de autorização de um membro equivalente ou de hierarquia superior, assegurando a sua independência, nas relações familiares/entidades que têm controlo. Todas as transações com partes relacionadas superiores a 200.000,00 € carecem de um parecer favorável do Conselho Fiscal, e quando superior a 1.000.000,00 € carecem do parecer e da autorização do Conselho de Administração. E as transações com membros do Conselho de Administração devem ser submetidas a proposta e aprovadas no Conselho de Administração.

A PHAROL nada menciona nas reuniões que deveriam ser realizadas, pelo menos, semestralmente.

#### II 1/2/3/4

A PHAROL estabelece o princípio uma ação um voto, por maioria simples, salvo quando a lei exige maioria qualificada.

Nesta parte, a sociedade estabelece mais restrições. Fica incumbido ao Presidente da Mesa da Assembleia Geral assegurar o voto por correspondência, com a assinatura reconhecida legalmente e fotocópia do documento de identificação. Por questões de escrutínio o voto só é conhecido após a votação. Por via eletrónica, a votação é realizada no *website* com a assinatura reconhecida, mais uma fotocópia do documento de identificação.

Na Assembleia, caso exista uma nova proposta, o voto emitido eletronicamente/correspondência tem efeito negativo.

#### II 6

A PHAROL não adota nenhum tipo de mecanismo de pagamentos ou encargos na transação, controlo ou mudança da composição dos órgãos de administração.

### III 1

A PHAROL elegeu um Administrador “Delegado” com funções sobre a orientação estratégica e supervisão da gestão corrente, para assegurar uma estrutura adequada face às necessidades da gestão. No relatório a PHAROL indica que adota essa recomendação, mas não a cumpre na íntegra.

### III 2/3

A PHAROL cumpre com os Estatutos na medida da sua constituição (mínimo 9, máximo 11 membros) tendo em vista a sua dimensão e complexidade. Quanto à diversidade, consta no Relatório o cumprimento da Lei nº 62/2017, de 1 de Agosto (que a proporção sobre o género deve ser superior a 20%) decorrente da providência requerida pela Telemar Norte Leste, SA. A PHAROL cumpre com a recomendação dos números dos administradores não executivos (7) serem superiores aos administradores executivos (2).

### III 4/5

A PHAROL dentro do Conselho de Administração considera 6 administradores não executivos independentes. Estes devem enviar uma carta ao Presidente até ao décimo dia útil da sua eleição, e até ao final do mês de Janeiro uma declaração sobre a independência, e a sua avaliação é realizada pelo Conselho de Administração. A PHAROL não indica no relatório os requisitos.

### III 6

A PHAROL nas competências do Conselho de Administração delega a elaboração de planos de atividades, orçamentos e planos de investimentos. Porém, nas competências do Administrador – Delegado compete elaborar os objetivos e as políticas de gestão da sociedade, submetendo ao Conselho de Administração. De forma indireta, os administradores não executivos participam na definição e objetivos da sociedade.

### III 7

A PHAROL adota o Modelo Anglo-Saxónico, por isso, não adota esta recomendação, não possui o Conselho Geral de Supervisão. Todavia, no Relatório deveria constar a explicação.

### III 8

A PHAROL expressa no relatório as competências do Conselho Fiscal, e também nos Estatutos. Este tem a competência de fiscalizar, avaliar o cumprimento do plano estratégico, o orçamento, e a gestão de risco. Este pode pronunciar-se também sobre as linhas estratégicas e a política de risco.

### III 9

A PHAROL designou um Administrador Delegado, a criação de uma Comissão de Acompanhamento e a Comissão de Remunerações. Porém, a Comissão de Acompanhamento ficou “suspensa” por não se justificar face à dimensão e à periodicidade das reuniões do Conselho de Administração.

### III 10/11/12

O Conselho Fiscal tem a função de avaliar e apreciar os procedimentos, a eficácia do sistema de controlo e de risco. O Conselho de Administração tem a função de monitorização do Sistema de Controlo Interno.

O plano de trabalhos é elaborado anualmente e aprovado pelo Administrador – Delegado e comunicado ao Conselho Fiscal. A Gestão de Risco é feita pelo Conselho de Administração, Administrador – Delegado, e pelo Conselho Fiscal.

No Sistema de Controlo Interno, a PHAROL adota o modelo COSO. A PHAROL tem um manual e controlos estabelecidos para os ciclos com maior representatividade, e para os de menor, tem uns requisitos mínimos de controlo interno.

A PHAROL implementa a metodologia do COSO, e identifica os principais riscos, nomeadamente Económicos (Desempenho da Oi – Companhia, Segurança Informática), Financeiros (Cambial, Taxas de Juros, Aplicações de Tesouraria, Incumprimento da Ria Forte no reembolso dos instrumentos que a PHAROL detém, Exercício da opção de compra de ações da Oi) e Jurídicos - Legais (Processos Judiciais, Contingências Fiscais, Litígios ou investigações desencadeadas no âmbito dos Instrumentos Rio Forte ou da Combinação de Negócios). O Conselho de Administração e o Administrador – Delegado calculam o impacto/probabilidade e com base nos impactos adotam medidas passando do Risco Inerente para o Risco Aceitável.

Com base na informação do Relatório conclui-se:

O Conselho de Administração identifica os principais riscos, e hierarquiza os riscos; O Administrador – Delegado Implementa as políticas e controlos, e monitoriza; e o Conselho Fiscal supervisiona, reporta, e propõe ajustamento.

#### IV 1

A PHAROL não adota esta recomendação, refere que não é aplicável, mas não explica o porquê.

#### IV 2

A PHAROL no âmbito das competências do Conselho de Administração, cumpre a recomendação. O Conselho de Administração tem a capacidade de gerir os negócios, tem poderes sobre a determinação da estratégia e políticas, quanto ao risco e montante.

#### IV 3

O Conselho de Administração fixa objetivos na matéria de assunção de riscos, de acordo com os critérios acordados com o Administrador-Delegado.

#### IV 4

O Conselho Fiscal, nesta parte, tem competências para supervisionar e avaliar o modelo de risco, propor melhorias e rever os principais riscos. Nas competências/regulamento interno, ao mencionar as funções do Conselho Fiscal, ao longo do relatório vai restringindo as suas funções na parte do controlo interno e na gestão de risco.

#### V 1.1

O Conselho de Administração analisa e avalia o cumprimento do orçamento e dos desvios em causa. Na parte da avaliação das suas comissões nada menciona.

#### V 1.2

Nos Estatutos do Conselho Fiscal este tem competências sobre a avaliação, sobre a Gestão de Risco, e sobre o Funcionamento do Controlo Interno. Mas ao longo do relatório essas competências são “diminuídas”, sendo delegadas, ao Administrador – Delegado. Entendemos que esta recomendação não é cumprida totalmente.

## V 2 e 3

A PHAROL possui uma Comissão de Vencimentos em que os membros têm conhecimentos para o desempenho das suas funções, visto que todos os membros pertencem ou pertenceram a outras comissões de vencimentos noutras empresas.

As remunerações dos administradores não executivos e do Conselho Fiscal têm por base a remuneração fixa, equivalente a 14 prestações por ano. Estes membros estão excluídos por qualquer componente variável.

As remunerações dos executivos têm uma componente variável e outra componente fixa. A componente fixa tem em vista a competitividade do mercado e as funções desempenhadas. É composta por 14 prestações anuais e tem benefícios suplementares, tais como o uso de viatura, incluindo combustível e portagens, seguros de vida e acidentes pessoais, e cartão de crédito para despesas de representação da sociedade.

A remuneração da componente variável está associada ao Administrador – Delegado. A Comissão de Vencimentos limitou o valor máximo de 50% da remuneração fixa anual, com os seguintes critérios: o *Total Shareholder Return* (TSR) das ações com uma ponderação de 75% e a eficiência operacional da sociedade com uma ponderação de 25%.

O pagamento é realizado em numerário, sendo 50% do valor pago no mês seguinte à aprovação de contas e os restantes 50% são diferidos por 3 anos, para a verificação do cumprimento dos objetivos.

A Comissão de Vencimentos está sempre presente na Assembleia Geral.

A PHAROL nada menciona no anexo sobre serviços de consultadoria no exercício das suas funções.

## V 4.1

A PHAROL adota esta recomendação e divulga no anexo, os currículos dos administradores. Utiliza uma política de diversidade tendo em conta a idade, sexo, habilitações e experiência.

## V 4.2/4.3/4.4

Estas recomendações não se aplicam à entidade.

## VI 1

O plano estratégico e a política de risco são debatidos e aprovados pelo Conselho de Administração. O Administrador – Delegado tem a função de identificar os processos para a monitorização das ações para mitigar o risco, divulgar e reportar informações sobre o processo de risco. E o Conselho Fiscal supervisiona e avalia o modelo de gestão de risco, propõe melhorias e revê os principais riscos.

## VI 2

A PHAROL adota estas normas, identifica os riscos e explica o porquê. Uma parte desta recomendação é cumprida, na identificação do risco, quanto à restante, nada é mencionado no relatório.

## VI 3

No plano de atividades são definidas as auditorias a realizar e respetivo âmbito. O resultado dessas auditorias é reportado ao Conselho de Administração e ao Administrador – Delegado para acompanhar o sistema de controlo interno e a gestão de risco, com o objetivo de definir planos de ação para mitigar os riscos detetados. Com este ponto, podemos concluir que a PHAROL cumpre com esta recomendação.

### VII 1.1

O regulamento interno do Conselho Fiscal tem competências para fiscalizar a adequação do processo da preparação e divulgação da informação financeira, na política e estimativas, e nos julgamentos profissionais.

### VII 2.1

O Regulamento Interno do Conselho Fiscal da PHAROL delega competências exclusivas para a nomeação do ROC. O Conselho Fiscal deve propor à Assembleia Geral a nomeação do ROC. Todo o processo de nomeação, contratação, confirmação ou cessação, e remunerações têm a responsabilidade direta e exclusiva do Conselho Fiscal, e ainda têm que fiscalizar os serviços adicionais, resolver qualquer divergência entre a administração e os auditores externos.

## VII 2.

O Conselho Fiscal deve zelar por ser o principal interlocutor entre o ROC e ser o destinatário dos relatórios emitidos pelo ROC.

### VII 2.3

O Conselho Fiscal tem a função de avaliar anualmente o ROC, e tem competências para proceder à destituição ou resolução do contrato.

### VII 2.4

No âmbito das suas competências o ROC tem a função de verificar a aplicação das políticas, como a eficácia e o funcionamento dos mecanismos de controlo interno e reportar qualquer deficiência.

### VII 2.5

O ROC deve colaborar com o Conselho Fiscal, esclarecendo qualquer dúvida decorrente do seu trabalho, ou caso se depare com uma situação irregular, deve reportá-la de imediato ao Conselho Fiscal.

## **10.2 Análise comparativa do Setor Telecomunicações**

### I 1.1 (Capítulo I)

Pela análise do RGS da SONAECOM e da PHAROL ambas detêm um gabinete de apoio ao investidor, bem como todo um fluxo de informações imprescindível a todos os *stakeholders*.

### I 2.1/2.2/2.3/2.4/2.5 (Capítulo I)

Ambas as empresas cumprem com as orientações, desde a diversidade dos órgãos sociais, aos regulamentos internos (devidamente divulgados), exaltando as competências delegadas aos organismos, a composição, as datas, as convocatórias, as reuniões, e as divulgações das atas. Ambos têm um mecanismo semelhante no tratamento, na deteção, na prevenção e implementação para o tratamento de irregularidades. Contudo, a forma de comunicação é diferente, na SONAECOM é efetuada por carta e na PHAROL no *site* da sociedade.

### I 3.1/3.2 (Capítulo I)

As sociedades estabelecem mecanismos para facilitar o acesso à informação. A PHAROL criou uma comissão especializada (para esta e, nomeadamente outras funções), enquanto que na SONAECOM é o Diretor do Governo das Sociedades que exerce esta função. É de salvaguardar, que ambas as sociedades referem no regulamento do Conselho Fiscal que este órgão deve ter acesso a todas as informações para o desenvolvimento do seu trabalho, e pode esclarecer dúvidas aos diferentes membros.

### I 4.1/4.2 (Capítulo I)

A SONAECOM tem uma estrutura mais sólida nos conflitos de interesses, bem como quanto aos procedimentos a adotar, ao contrário da PHAROL, que nada menciona no relatório.

### I 5.1/5.2 (Capítulo I)

Neste ponto existem algumas divergências nos valores que carecem um parecer favorável do Conselho Fiscal. A SONAECOM menciona que o Conselho Fiscal se reúne trimestralmente, enquanto que a PHAROL nada menciona. No entanto, a PHAROL estabelece algumas regras relativamente às quais a SONAECOM nada menciona, cumprindo com os requisitos impostos pelo artigo 20º do CMVN. Ambas as entidades referem que não existiram transações com partes relacionadas significativas.

### II 1/2/3/4 (Capítulo I)

As sociedades cumprem as orientações devidas. Apesar da PHAROL impor mais regras na votação eletrónica e por correspondência, ao contrário da SONAECOM.

### II 6 (Capítulo II)

Ambas as sociedades não adotam nenhum tipo de mecanismo de pagamentos ou encargos na transação, controlo ou mudança da composição dos órgãos de administração.

### III 1 (Capítulo III)

A PHAROL elegeu um Administrador – Delegado, enquanto que a SONAECOM não delegou nenhum membro independente.

### III 2/3 4 (Capítulo III)

As duas entidades são bastante divergentes na sua dimensão e composição. A SONAECOM não cumpre com as recomendações do número de administradores não executivos ser superior aos administradores executivos, enquanto que a PHAROL cumpre.

### III 4/5 (Capítulo III)

Dada a recomendação anterior não ser cumprida pela SONAECOM não é possível comparar.

### III 6 (Capítulo III)

No Relatório da SONAECOM o Conselho de Administração determina as estratégias e políticas gerais, e ainda sobre o risco (definição dos riscos aceitáveis e o montante), enquanto na PHAROL o Administrador – Delegado tem que propor ao Conselho de Administração.

### III 7 (Capítulo III)

A recomendação não se aplica às duas entidades.

### III 8 (Capítulo III)

Ambas as sociedades delegam a competência de avaliar o Sistema de Gestão de Risco, o Sistema de Controlo Interno e o Sistema de Auditoria Interna, este órgão deve emitir relatórios sobre a eficácia dos mesmos. E pronunciar-se sobre as linhas estratégicas e a política de risco.

### III 9 (Capítulo III)

Nesta recomendação verificamos algumas diferenças acentuadas. A SONAECOM elegeu um Diretor do Governo, e não criou nenhuma comissão especializada, ao contrário da PHAROL que criou uma comissão especializada, apesar de esta não funcionar. De referir ainda que a PHAROL elegeu um Administrador – Delegado.

### III 10/11/12 (Capítulo III)

Nesta recomendação existem alguns aspetos divergentes. A monitorização, na SONAECOM é feita pelo Conselho de Administração, enquanto que na PHAROL é feita pelo Administrador Delegado.

O planeamento anual na SONAECOM é realizado pelo Conselho Fiscal juntamente com a Auditoria Interna, na PHAROL é realizado pelo Administrador – Delegado, e comunicado ao Conselho Fiscal.

A SONAECOM adota a estrutura BRM, na identificação, definição e agrupamento dos riscos, enquanto que a PHAROL adota o COSO, e estabelece um manual de controlo interno.

Ambas as entidades identificam alguns riscos. Neste contexto, a PHAROL é mais rica porque explica, no seu contexto o porquê de os considerar, enquanto que a SONAECOM os apresenta de forma genérica.

### IV 1 (Pontos 26 - Tabela X; e Capítulo IV)

A recomendação não é aplicável às sociedades.

### IV 2 (Pontos 26 - Tabela X; e Capítulo IV)

Ambas as sociedades adotam esta recomendação. O Conselho de Administração tem competências na área da estratégia e políticas sobre a gestão estratégica da organização.

### IV 3 (Capítulo IV)

A SONAECOM cumpre na íntegra esta recomendação, a PHAROL cumpre de certa forma, uma vez que combina critérios com o Administrador – Delegado nas políticas de risco.

### IV 4 (Capítulo IV)

Na SONAECOM o Conselho Fiscal tem mais independência e competências na parte do Sistema de Controlo Interno e da Gestão de Risco, desde a sua avaliação, propostas de melhoria e acompanhamento, o que não acontece na PHAROL.

### V 1.1 (Capítulo V)

Ambas as sociedades procedem à avaliação do cumprimento da estratégia e do orçamento, bem como na gestão de risco e no seu funcionamento.

### V 1.2 (Capítulo V)

Ambos os relatórios, nesta recomendação são bastante amplos, dispersos. Na SONAECOM compete ao órgão de fiscalização avaliar, anualmente, a Gestão de Risco, o Sistema de Controlo Interno e o Sistema de Auditoria Interna. Porém, não refere quem tem competências para avaliar as restantes comissões. Já na PHAROL a Gestão de Risco e o Funcionamento do Controlo Interno não é só competência do Conselho Fiscal, mas também do Administrador – Delegado.

### V 2 e 3 (Capítulo V)

Ambas as sociedades têm uma Comissão de Remunerações independente.

A Comissão de Remunerações, de ambas as sociedades, possuem critérios diferentes para a componente variável e fixa. Ambas atribuem a remuneração fixa de 14 prestações anuais aos administradores executivos e não executivos. A remuneração dos administradores não executivos não é composta pela componente variável.

Os administradores executivos, para além da componente fixa também têm a componente variável que resulta do seu desempenho no alinhamento dos objetivos das sociedades. A SONAECOM limita esse valor de 30% a 60 % da remuneração fixa anual, e a PHAROL limita a 50 % da remuneração fixa anual. Ambas as sociedades diferem a curto e médio prazo, o valor da remuneração variável. A ponderação dos objetivos vai dos 0% até aos 160% e para a sua avaliação utiliza o *Business KPIs*. Enquanto que a PHAROL utiliza os seguintes critérios: TSR das ações com uma ponderação de 75%, e a eficiência operacional da sociedade com uma ponderação de 25%.

As duas entidades diferem 50% do valor das remunerações variáveis durante 3 anos para a verificação do cumprimento dos requisitos de desempenho, e o remanescente é pago no ano seguinte após a aprovação de contas.

A SONAECOM não sente necessidade da Comissão de Remunerações estar presente na Assembleia Geral, ao contrário da PHAROL que entende que a comissão deve estar sempre presente.

A SONAECOM permite à Comissão de remunerações recorrer a serviços de consultadoria, apesar de não recorrer no ano em estudo. E a PHAROL nada menciona a este respeito.

#### V 4.1 (Capítulo V)

Ambas as sociedades divulgam os critérios da eleição dos órgãos de administração, e têm por base a política da diversificação.

#### V 4.2/4.3/4.4 (Capítulo V)

Estas recomendações não se aplicam às sociedades em análise.

#### VI 1 (Capítulo VI)

Ambas as sociedades debatem e aprovam o plano estratégico e de risco. Enquanto que na SONAECOM é o Conselho de Administração que decide os níveis aceitáveis, na PHAROL é o Conselho de Administração que aprova o plano estratégico e se pronuncia sobre a proposta do Administrador – Delegado.

#### VI 2 (Capítulo VI)

Ambas as sociedades identificam vários riscos. As sociedades identificam riscos diferentes. A SONAECOM identifica riscos mais gerais, mas no seu contexto, enquanto que a PHAROL é mais específica na identificação dos riscos. Ambas as sociedades não demonstram que cumprem com as restantes componentes apresentadas na recomendação. Mas, pelos relatórios, dão alguns indícios que cumprem.

#### VI 3 (Capítulo VI)

A SONAECOM indica, de forma direta, que não houve alteração do quadro de nível do risco, enquanto que a PHAROL nada diz. Ambas avaliam o cumprimento da gestão de risco.

#### VII 1.1 (Capítulo VII)

Ambos os regulamentos internos do Conselho Fiscal das sociedades têm competências para fiscalizar a adequação do processo da preparação e divulgação da informação financeira, na política e estimativas, e julgamentos profissionais.

## VII 2.1 (Capítulo VII)

A escolha do Auditor Externo na PHAROL é da competência exclusiva do Conselho Fiscal, enquanto que na SONAECOM essa escolha é efetuada mediante proposta do Conselho Fiscal na Assembleia Geral.

Ambos os relatórios preveem os serviços adicionais. A PHAROL não solicitou nenhum serviço e não tem nenhum critério divulgado, a não ser que o Conselho Fiscal deve supervisionar para não pôr em causa a sua independência. Já a SONAECOM prevê os serviços adicionais. O Conselho Fiscal deve fiscalizar e aprovar os serviços adicionais segundo os critérios definidos.

O Conselho Fiscal da PHAROL em relação à SONAECOM possui uma responsabilidade acrescida, com maior independência, ao contrário da SONAECOM. Nos serviços adicionais, a PHAROL não menciona nenhum critério, ao contrário da SONAECOM.

## VII 2.2 (Capítulo VII)

Nas duas sociedades o Conselho Fiscal deve zelar por ser o principal interlocutor entre o ROC e ser o destinatário dos relatórios emitidos pelo ROC.

## VII 2.3 (Capítulo VII)

O Conselho Fiscal tem a função de avaliar anualmente o ROC, e tem competências para proceder à destituição ou resolução do contrato.

## VII 2.4 (Capítulo VII)

No âmbito das suas competências, o ROC tem a função de verificar a aplicação das políticas, como a eficácia e o funcionamento dos mecanismos de controlo interno e reportar qualquer deficiência.

## VII 2.5 (Capítulo VII)

O ROC deve colaborar com o Conselho Fiscal, esclarecendo qualquer dúvida decorrente do seu trabalho, ou se o ROC se deparar com uma situação irregular.

No relatório do Governo das Sociedades é fundamental perceber como a sociedade é constituída, o seu funcionamento e relacionamento com outras entidades com transações significativas. É importante divulgar os regulamentos internos e os estatutos para

percebemos as competências das comissões existentes. O relatório transmite uma maior transparência na parte da escolha dos administradores, bem como a divulgação dos critérios de remunerações, principalmente a componente variável. A parte da Gestão de Risco dá ao leitor uma perceção da forma como a sociedade deve funcionar internamente, na parte dos riscos, qual a abordagem a adotar e os métodos existentes.

Outro aspeto fundamental é perceber como funciona a contratação dos Auditores Externos e os serviços adicionais, uma vez que pode pôr em causa a independência.

### **10.3 Procedimentos estatísticos**

No que concerne à análise estatística realizada neste estudo, iremos apresentar de seguida os procedimentos utilizados para a recolha dos dados e o seu tratamento.

Relativamente a Portugal os dados recolhidos incidiram sobre as empresas cotadas na bolsa *Euronext Lisbon*, num total de 54. Foi realizada uma pesquisa na internet dos Relatórios de Contas Anuais de 2018 de todas as empresas. Em Espanha, o processo foi semelhante, incidiu sobre as empresas espanholas cotadas na Bolsa de Madrid, tendo resultado num total de 234 empresas.

De forma a proceder à análise da informação a ser retirada dos relatórios, foi necessário recorrer ao software Excel, versão 16.36, onde foram inseridos os dados das empresas anteriormente identificadas. Estas foram agrupadas por setor e por país. O resultado pretendido para análise dos seus Relatórios consubstancia-se na agregação dos setores comuns aos dois países, de forma a haver uma coerência na análise da informação.

Tabela 14 - Setores Comuns entre Portugal e Espanha

Setores	Nº de Empresas
Bens de Consumo	11
Construção	26
Eletricidade e Gás	17
Impressão	2
Media	7
Metalúrgica	2
Papel	6
Restauração	2
Tecnologia	5
Telecomunicações	6

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

No seguimento da página 93 que foram analisados os Relatórios e Prestação de Contas do ano de 2018, de 26 e 58 empresas de Portugal e de Espanha, respetivamente, no que à informação contida no capítulo do Governo das Sociedades diz respeito.

O registo desta informação foi efetuado com recurso ao *software* Excel, versão 16.36, através da divisão da informação pelos capítulos do CGS e respetivas recomendações.

## Hipótese 1

As recomendações seguidas no RGS têm influência nas decisões dos *stakeholders*.

**Q.1** Quanto maior o número de recomendações seguidas pelas empresas, maior é o grau de confiança transmitido aos *stakeholders*?

Tabela 15 – Adoção das recomendações ou não pelas Empresas Portuguesas

	ADOTA	ADOTA PARCIAL	NÃO SE APLICA	NÃO ADOTA	ADOTA	ADOTA PARCIAL	NÃO SE APLICA	NÃO ADOTA
PHAROL	54	0	6	0	90,00%	0,00%	10,00%	0,00%
SONAECOM, SGPS	46	1	10	3	76,67%	1,67%	16,67%	5,00%
EDP	47	1	10	2	78,33%	1,67%	16,67%	3,33%
EDP RENOVAVEIS	58	0	1	1	96,67%	0,00%	1,67%	1,67%
GALP ENERGIA NOM	49	0	7	4	81,67%	0,00%	11,67%	6,67%
REN	42	4	6	7	71,19%	6,78%	10,17%	11,86%
MARTIFER	41	8	7	4	68,33%	13,33%	11,67%	6,67%
MOTA ENGL	51	1	5	3	85,00%	1,67%	8,33%	5,00%
SONAE IND.SGPS	50	1	6	3	83,33%	1,67%	10,00%	5,00%
TEIXEIRA DUARTE	25	7	11	17	41,67%	11,67%	18,33%	28,33%
VAA VISTA ALEGRE	43	1	7	9	71,67%	1,67%	11,67%	15,00%
GLINTT	31	14	9	6	51,67%	23,33%	15,00%	10,00%
NOVABASE,SGPS	34	9	8	8	57,63%	15,25%	13,56%	13,56%
RAMADA	44	2	9	5	73,33%	3,33%	15,00%	8,33%
CORTICEIRA AMORIM	43	4	5	8	71,67%	6,67%	8,33%	13,33%
J. MARTINS, SGPS	47	3	6	4	78,33%	5,00%	10,00%	6,67%
SONAE	56	0	4	0	93,33%	0,00%	6,67%	0,00%
COFINA, SGPS	45	2	10	3	75,00%	3,33%	16,67%	5,00%
IMPRESA, SGPS	31	8	7	13	52,54%	13,56%	11,86%	22,03%
MEDIA CAPITAL	44	6	5	5	73,33%	10,00%	8,33%	8,33%
NOS, SGPS	38	5	8	8	64,41%	8,47%	13,56%	13,56%
LISGRAFICA	40	6	6	8	66,67%	10,00%	10,00%	13,33%
INAPA.INV.P.GESTAO	48	2	6	4	80,00%	3,33%	10,00%	6,67%
SEMAPA	42	3	5	10	70,00%	5,00%	8,33%	16,67%
THE NAVIGATOR COMP	46	2	5	7	76,67%	3,33%	8,33%	11,67%
IBERSOL	44	2	12	2	73,33%	3,33%	20,00%	3,33%

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Tendo por base a análise efetuada a 26 empresas portuguesas quanto “a adoção ou não” das recomendações, verificamos que a empresa Pharol adota cerca de 90% de recomendações emitidas pela CMVM, o que revela uma forte adesão às recomendações e, que os restantes 10% não são aplicáveis à organização. A Sonae encontra-se numa situação semelhante à Pharol que adota todas as recomendações, e aquelas que não adota é porque não se aplicam devido à natureza da organização.

De destacar a EDP Renováveis que possui uma percentagem maior de recomendações adotadas, e apenas não adota uma recomendação. Contrapondo-se a empresa Teixeira Duarte apresenta uma menor taxa de adoção, aproximadamente 42% (25 recomendações adotadas) e apresenta uma elevada percentagem de recomendações não seguidas 28%. Tal como a Impresa, SGPS tem uma elevada taxa sobre as recomendações não adotadas

de 22% correspondendo a 13 recomendações. É de salientar que a Glintt apesar de adotar cerca de 52% (31 recomendações), adota parcialmente 23% (14 recomendações).

Tabela 16 - Análise Estatística das Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Portuguesas

	ADOTA	ADOTA PARCIAL	NÃO SE APLICA	NÃO ADOTA
Média	43,81	3,54	6,96	5,54
	73,17%	5,93%	11,63%	9,27%
Mediana	44	2	6,5	4,5
Moda	44	1	6	3
Desvio Padrão	7,50	3,40	2,39	3,88
Variância	56,23	11,56	5,73	15,02

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

De acordo com os valores presentes na tabela acima, em média, as empresas adotam 44 recomendações, o que representa 73%, apresentando um desvio padrão situado em 7,50 recomendações. É de realçar que em média 7 das 60 recomendações não se aplicam às empresas portuguesas, e que em média as empresas não adotam 6. É de contrapor que cerca de 79% das recomendações são seguidas na sua íntegra ou parcialmente, 12 % das recomendações não se aplicam e, que apenas 9 % não adotam.

Tabela 17 - Adoção das Recomendações ou não pelas Empresas Espanholas

	ADOTA	ADOTA PARCIAL	NÃO SE APLICA	NÃO ADOTA	ADOTA	ADOTA PARCIAL	NÃO SE APLICA	NÃO ADOTA
TELEFONICA	50	2	4	8	78,13%	3,13%	6,25%	12,50%
GRUPO EZENTIS	59	0	5	0	92,19%	0,00%	7,81%	0,00%
CELINEX	50	1	9	4	79,37%	1,59%	14,29%	6,35%
MASMOVIL	54	1	6	2	85,71%	1,56%	9,38%	3,13%
IBERDROLA	58	1	4	1	90,63%	1,56%	6,25%	1,56%
REPSOL YPF	55	1	8	0	85,94%	1,56%	12,50%	0,00%
GAS NATURAL	46	7	7	4	71,88%	10,94%	10,94%	6,25%
ACCIONA	59	2	2	1	92,19%	3,13%	3,13%	1,56%
GAMESA	56	2	5	1	87,50%	3,13%	7,81%	1,56%
RED ELETRICA	50	3	10	1	78,13%	4,69%	15,63%	1,56%
ENAGAS	55	1	6	2	85,94%	1,56%	9,38%	3,13%
IBERDROLA RENOV	58	1	4	1	82,81%	1,56%	14,06%	1,56%
ENDESA	53	1	9	1	82,81%	1,56%	14,06%	1,56%
NATURGY	45	7	8	4	70,31%	10,94%	12,50%	6,25%
AUDAX	42	5	15	2	65,63%	7,81%	23,44%	3,13%
SOLARPACK	36	7	16	5	56,25%	10,94%	25,00%	7,81%
GREENERGY	40	6	13	5	62,50%	9,38%	20,31%	7,81%
GRUPO ACS	49	8	5	2	76,56%	12,50%	7,81%	3,13%
FERROVIAL	48	9	5	2	75,00%	14,06%	7,81%	3,13%
FCC	46	6	5	7	71,88%	9,38%	7,81%	10,94%
TECNICAS REUNIDAS	36	12	9	7	56,25%	18,75%	14,06%	10,94%
SACYR VALLEHER	51	2	8	3	79,69%	3,13%	12,50%	4,69%
OBRASCNOR HUAR	49	2	9	4	76,56%	3,13%	14,06%	6,25%
ABOENGA	51	1	8	4	79,69%	1,56%	12,50%	6,25%
URBAS GRUPO	42	2	9	11	65,63%	3,13%	14,06%	17,19%
DURO	47	2	12	3	73,44%	3,13%	18,75%	4,69%
AIRIFICIAL	37	8	11	8	57,81%	12,50%	17,19%	12,50%
QUABIT INMOBIL	58	0	4	2	90,63%	0,00%	6,25%	3,13%
METROVECESA	44	1	9	1	80,00%	1,82%	16,36%	1,82%
TUBACEX	43	5	12	4	67,19%	7,81%	18,75%	6,25%
TUBOS REUNIDOS	39	10	6	9	60,94%	15,63%	9,38%	14,06%
GLOBAL DOMINION	30	13	14	7	46,88%	20,31%	21,88%	10,94%
ELECNR	48	1	9	6	75,00%	1,56%	14,06%	9,38%
GRUPO EMPRES	41	12	5	6	64,06%	18,75%	7,81%	9,38%
FLUIDRA	53	6	4	1	82,81%	9,38%	6,25%	1,56%
MONTEBALITO	28	9	13	14	43,75%	14,06%	20,31%	21,88%
NEINOR	53	1	7	1	85,48%	1,56%	10,94%	1,56%
AEDAS HOME	41	5	14	4	64,06%	7,81%	21,88%	6,25%
INDRA	55	0	8	1	85,94%	0,00%	12,50%	1,56%
AMPAR	54	1	5	4	84,38%	1,56%	7,81%	6,25%
AMADEUS	49	3	7	5	76,56%	4,69%	10,94%	7,81%
ACERINOX	56	1	4	3	87,50%	1,56%	6,25%	4,69%
DIA	51	1	11	1	79,69%	1,56%	17,19%	1,56%
DEOLEO	40	9	6	9	62,50%	14,06%	9,38%	14,06%
PESCANOVA	34	5	15	10	53,13%	7,81%	23,44%	15,63%
NATURY HOUSE	51	2	10	1	79,69%	3,13%	15,63%	1,56%
EBROFOODS	45	4	12	3	70,31%	6,25%	18,75%	4,69%
BODEGAS	38	7	13	6	59,38%	10,94%	20,31%	9,38%
BARON DE LEY	41	5	13	5	64,06%	7,81%	20,31%	7,81%
BORGES AGRICULTURAL &	43	2	16	3	67,19%	3,13%	25,00%	4,69%
MEDIASET	45	7	11	1	70,31%	10,94%	17,19%	1,56%
ATRESMEDIA	58	1	4	1	90,63%	1,56%	6,25%	1,56%
PROMOTORA DE INFORM	56	3	5	0	87,50%	4,69%	7,81%	0,00%
VOCENTO	53	0	10	1	82,81%	0,00%	15,63%	1,56%
ENCE ENERGIA	53	2	8	1	82,81%	3,13%	12,50%	1,56%
IQUEL	49	5	5	4	77,78%	7,94%	7,94%	6,35%
IBERPAPEL	51	0	12	1	79,69%	0,00%	18,75%	1,59%
AMREST HOLDING	42	10	8	4	65,63%	15,63%	12,50%	6,35%

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Na senda do exposto anteriormente para Portugal, continuaremos, de seguida, a análise estatística dos valores verificados nas empresas de Espanha.

Tendo por base a análise efetuada a 58 empresas espanholas quanto “à adoção ou não das recomendações”, verificamos que o Grupo Ezentis adota cerca de 92% das recomendações e 8% das recomendações não são aplicáveis à organização, esta é a única empresa nesta situação. A Repsol YPF adota totalmente 55 recomendações e, adota

parcialmente apenas 1 recomendação, como a Promotora de Informaciones adota 56 recomendações e adota parcialmente 3 recomendações, as restantes recomendações não são aplicáveis. Pela análise da tabela, apenas 2 empresas adotam menos de 50% das recomendações, a Global Dominion (47%) e a Montebalito (44%). Todavia, a empresa Global Dominion adota parcialmente 13 recomendações e não adota 7 recomendações, enquanto que a empresa Montebalito adota parcialmente apenas 9 e, não adota 14 recomendações, sendo as restantes não aplicáveis. As restantes empresas adotam na íntegra mais de 50% das recomendações, como podemos observar na tabela acima. A empresa Solarpack e a Borges Agricultural apresentam uma maior percentagem (25%) das recomendações não aplicáveis, o que equivale a 16 recomendações. O Montebalito é a empresa que adota menos recomendações (14), destaco ainda, a empresa Urbase a Pescanova que não adotam 11 e 10 recomendações, respetivamente.

Tabela 18 - Análise Estatística das Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Espanholas

	ADOTA	ADOTA PARCIAL	NÃO SE APLICA	NÃO ADOTA
Média	48	4	8	4
	74,63%	6,23%	13,43%	5,72%
Mediana	49	2	8	3
Moda	53	1	5	1
Desvio Padrão	7,46	3,50	3,58	3,03

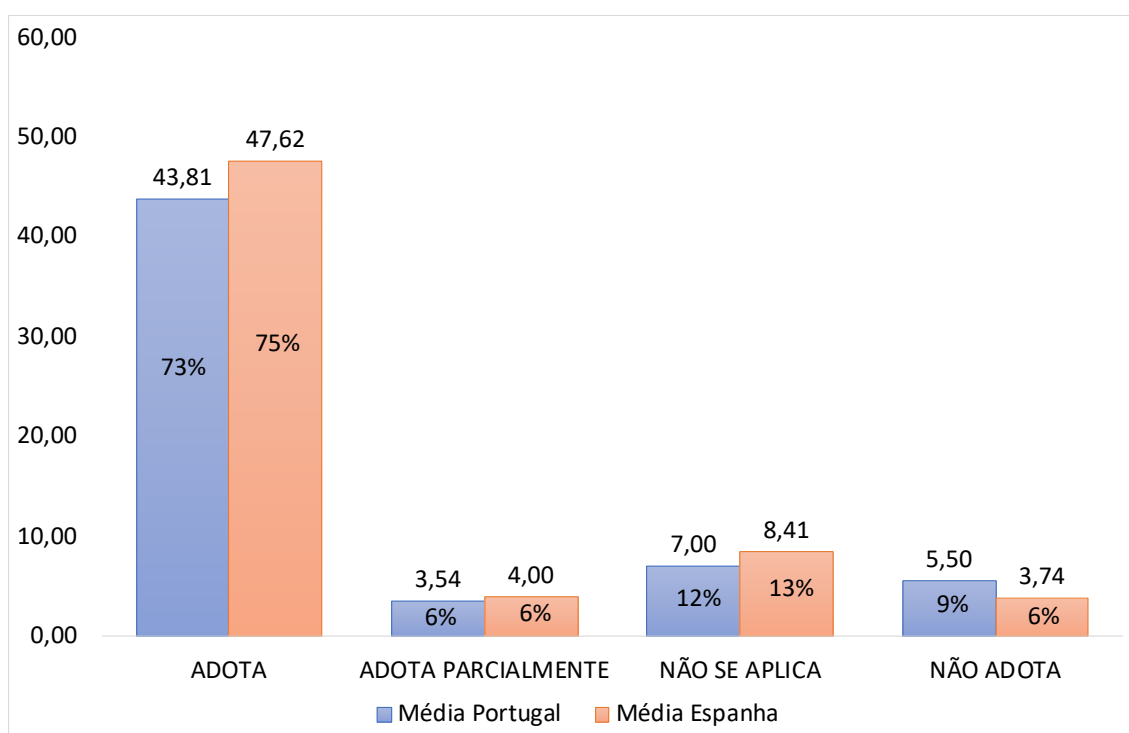
Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

De acordo com os valores presentes na tabela acima, em média, as empresas espanholas adotam 48 recomendações, o que representa 75% apresentando um desvio padrão situado em 7,46 Recomendações. É de realçar que em média 8 das 64 recomendações não se aplicam às empresas espanholas, e que em média as empresas não adotam 4 recomendações. É de contrapor que cerca de 81% das recomendações são seguidas na sua íntegra ou parcialmente, 13 % das recomendações não se aplicam e, que apenas 6% não são adotadas.

Revela-se importante apresentar uma análise comparativa entre as empresas dos dois países, no que à adoção de um maior ou menor número de recomendações seguidas pela gestão da empresa.

No gráfico seguinte, apresenta-se, no topo de cada coluna, a média de cada recomendação adotada ou não e, no interior de cada coluna, a respetiva percentagem.

Gráfico 1 - Adoção ou não das Recomendações entre Empresas Portuguesas e Espanholas



Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

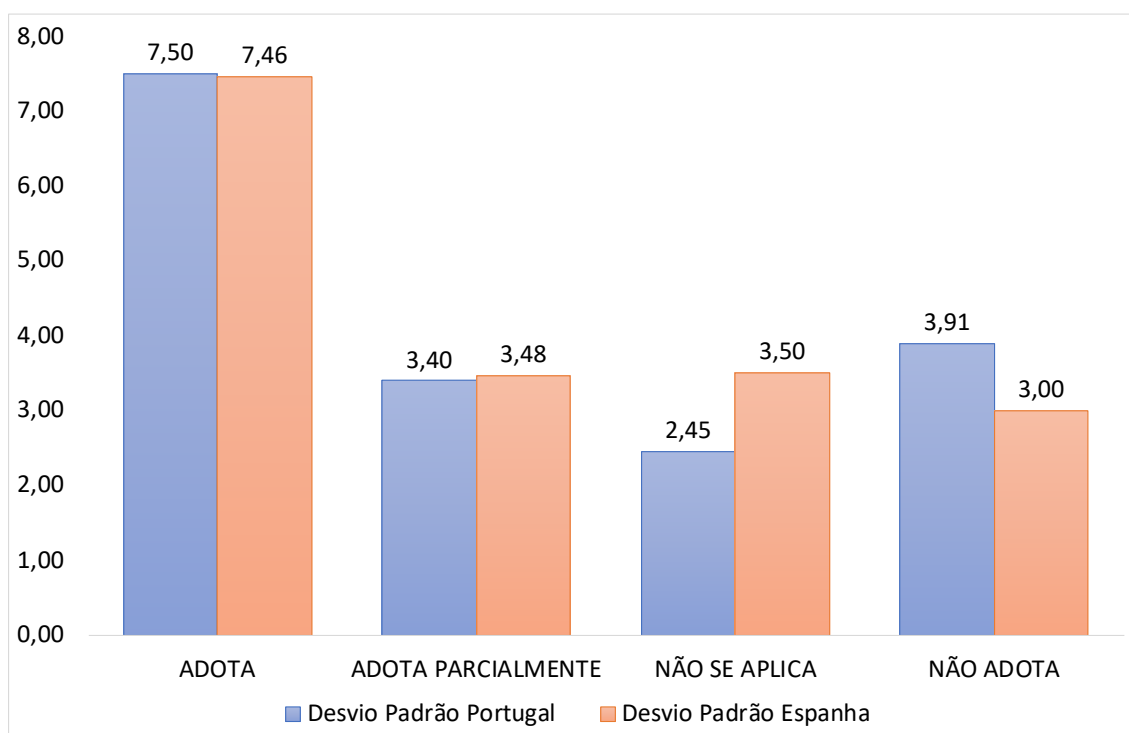
Pela análise ao gráfico acima apresentado, podemos aferir que as empresas espanholas adotam, em média, 48 das 64 recomendações emitidas pela CNMV, traduzindo 75%. Em Portugal, a média situa-se nas 44 a 60 recomendações, representando 73%. Ao nível do número de recomendações adotadas, em ambos os países, podemos concluir que, quer as empresas portuguesas, quer as espanholas, apresentam uma percentagem semelhante com apenas 2% de diferencial.

Constata-se ainda, que as empresas de ambos os países adotam parcialmente poucas recomendações, situando-se em 6% em ambos os países. Percentualmente existe uma diferença de 3% das recomendações não adotadas, desfavorecendo as empresas

portuguesas em relação às empresas espanholas, e uma diferença de 1% das recomendações que não são aplicáveis entre as empresas de ambos os países.

No gráfico seguinte, apresenta-se no topo de cada coluna o desvio padrão das recomendações adotadas ou não.

Gráfico 2 - Desvio Padrão sobre a adoção ou não das Recomendações entre Empresas Portuguesas e Espanholas



Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Ainda podemos observar, que o desvio padrão entre as empresas portuguesas e espanholas têm comportamentos idênticos na parte da adoção íntegra e parcial das recomendações, e da não adoção da recomendação, variando 0,91, e 1,05 quando não são aplicáveis.

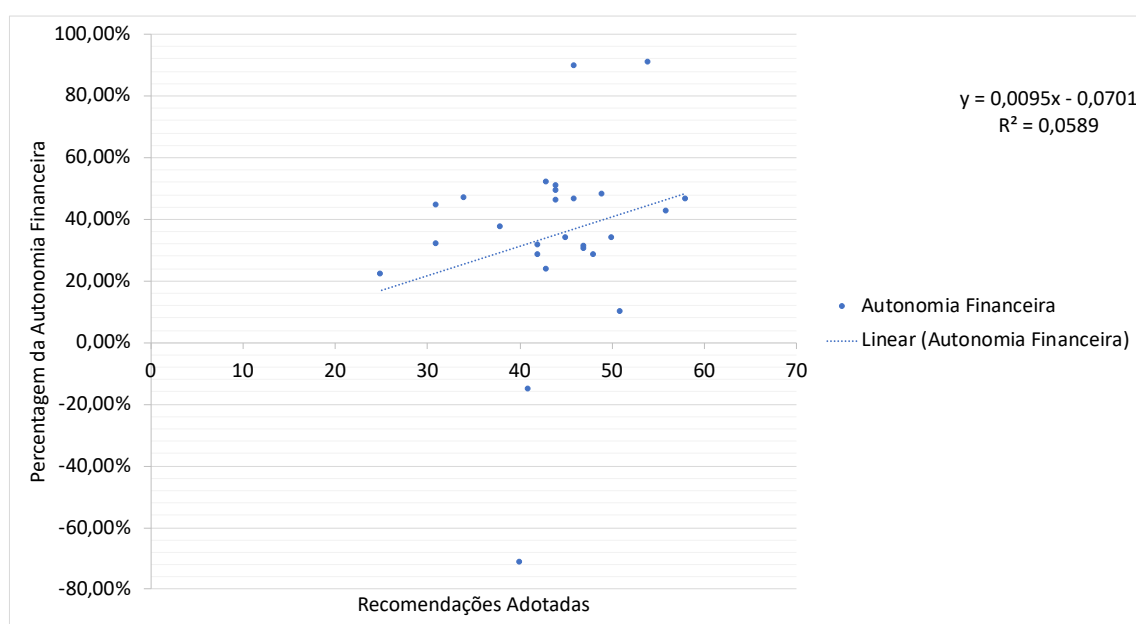
## 10.4 Medidas de Desempenho Financeiro

Neste ponto e tendo como objetivo conhecer o desempenho das organizações, no seguimento das recomendações anteriormente enunciadas, foram calculados determinados indicadores que possibilitaram aferir sobre o nível de performance das organizações em análise. Para tal, a inserção dos dados em folha de Excel foi realizada, tendo por base os valores constantes do Balanço e da Demonstração de Resultados por Natureza presentes nos Relatórios de Contas Anuais das empresas em estudo.

### 10.4.1 Relação da Autonomia Financeira *versus* Recomendações Adotadas

Relativamente, à relação da autonomia financeira e as recomendações adotadas verificamos que existe uma regressão linear positiva crescente,  $y=0,0095x-0,07$ . Esta equação traduz a relação das recomendações adotadas pelas empresas portuguesas a Autonomia Financeira, ou seja, quantas mais recomendações as empresas adotarem mais elevado é este rácio. Quanto mais elevado é este rácio, menos as empresas dependem do Capital Próprio. A qualidade de ajustamento é de 5,89%, é relativamente baixo. A qualidade do ajustamento significa que 5,89% da variação do Rácio Financeiro é explicado pelo número de recomendações adotadas pelas empresas portuguesas, e no gráfico 7 fica 94,11% da variabilidade por explicar.

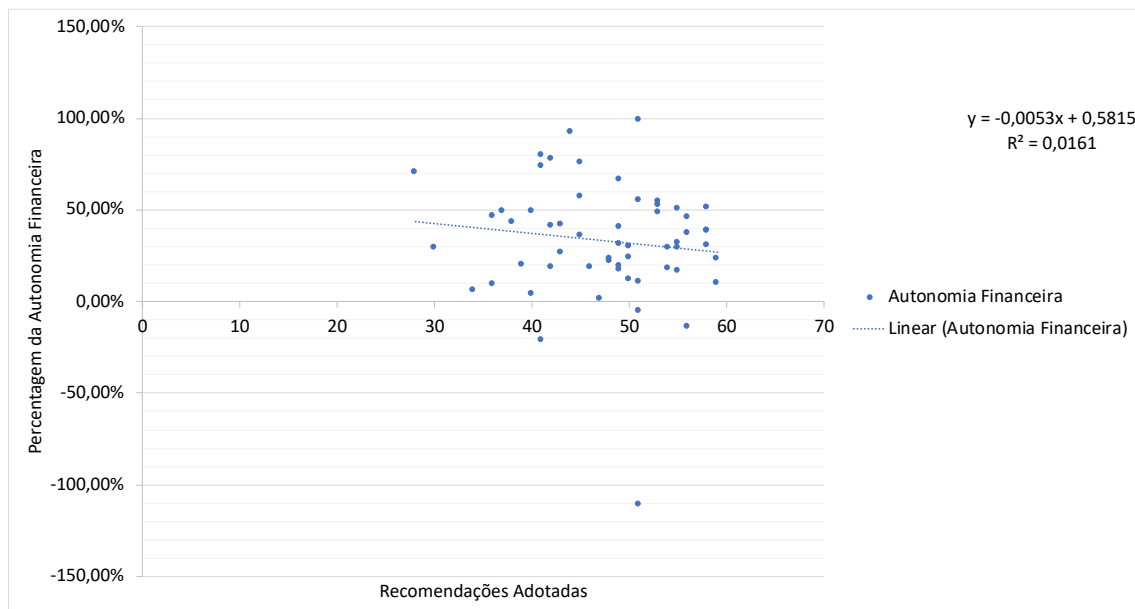
Gráfico 3 - Relação entre as Recomendações Adotadas e o Rácio da Autonomia Financeira nas Empresas Portuguesas



Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Relativamente a Espanha, a relação entre as Recomendações Adotadas com o rácio da Autonomia Financeira tem uma tendência linear decrescente,  $y = -0,0053x + 0,5815$ . Esta situação significa que quantas mais recomendações as empresas espanholas adotarem mais dependentes vão estar dos capitais alheios da empresa. Verificamos que a qualidade do ajustamento da qualidade é bastante baixa, 1,61%, este indicador traduz a variação da percentagem da Autonomia Financeira que é explicado pelo número de recomendações adotadas.

Gráfico 4 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Autonomia Financeira nas Empresas Espanholas

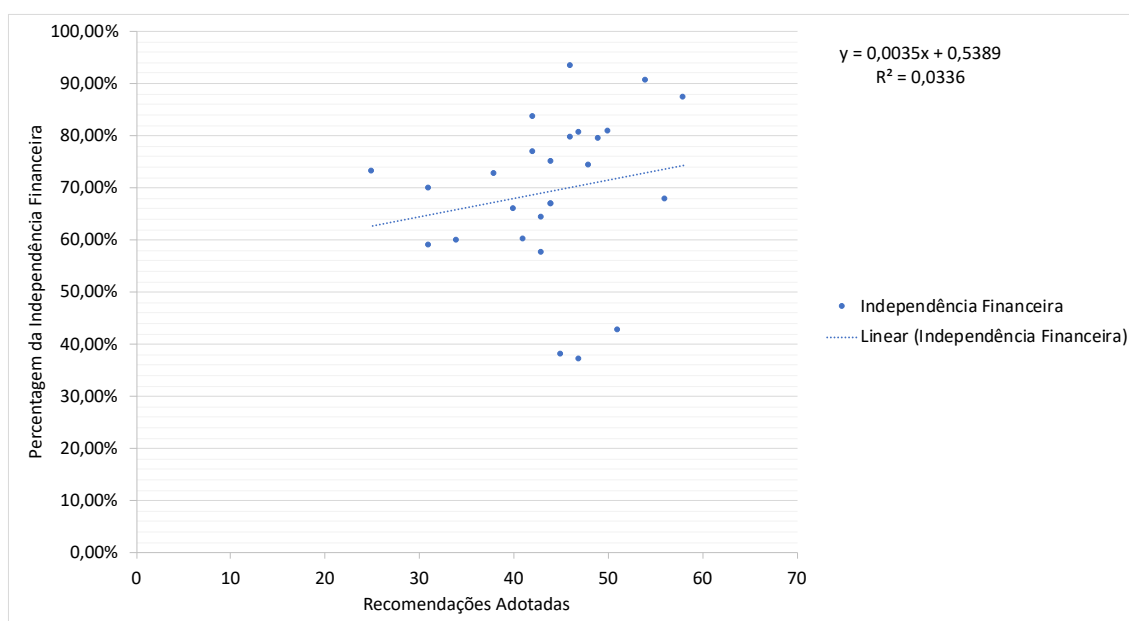


Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

#### 10.4.2 Relação da Independência Financeira *versus* Recomendações Adotadas

O gráfico seguinte traduz a relação do número das recomendações adotadas com a percentagem da independência financeira,  $y=0,0035x+0,5389$  com tendência crescente, ou seja, quantas mais recomendações adotarem maior é o rácio da independência financeira. A qualidade do ajustamento é dada pelo  $R^2 = 0,0336$ , um valor relativamente baixo, 3,36% da variação da percentagem da independência financeira explicada pelo número de recomendações adotadas, e o diferencial, 96,64% da variabilidade fica por explicar.

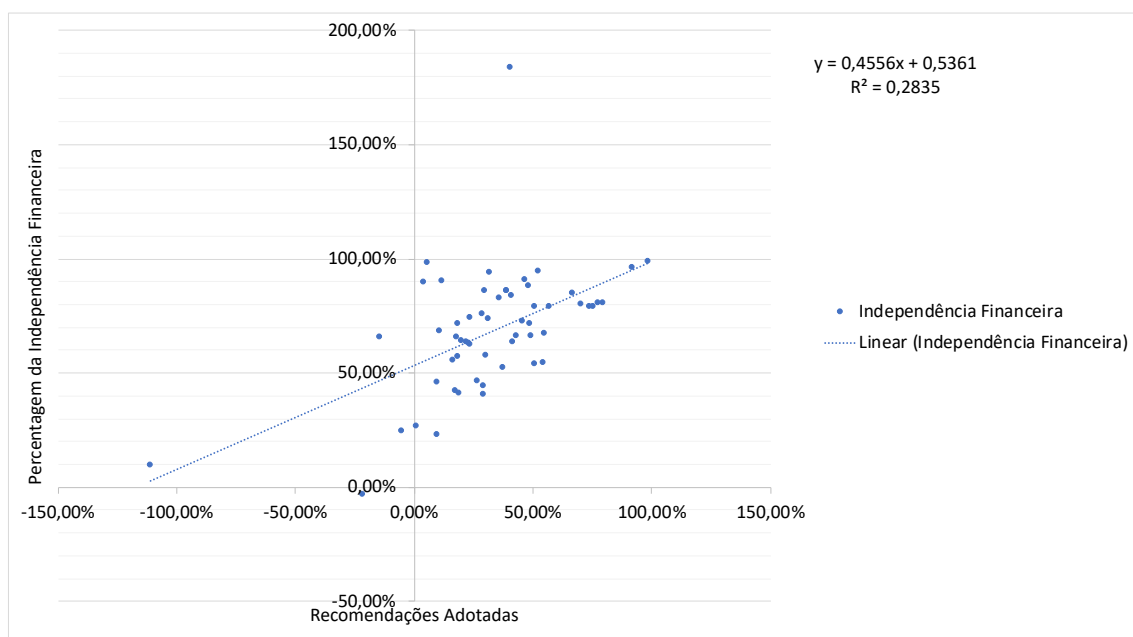
Gráfico 5 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Independência Financeira nas Empresas Portuguesas



Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

O gráfico 6 demonstra a relação das recomendações adotadas pelas empresas espanholas com a independência financeira, com a seguinte equação:  $y=0,4556x+0,5361$  com tendência crescente, ou seja, quantas mais recomendações seguirem maior é a percentagem deste rácio. A qualidade do ajustamento é 28,35%, é um valor baixo. Ou seja, 28,35% da variação da percentagem da Independência Financeira é explicada pelo aumento das recomendações seguidas e, diferencial, 71,65% fica por explicar.

Gráfico 6 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Independência Financeira nas Empresas Espanholas

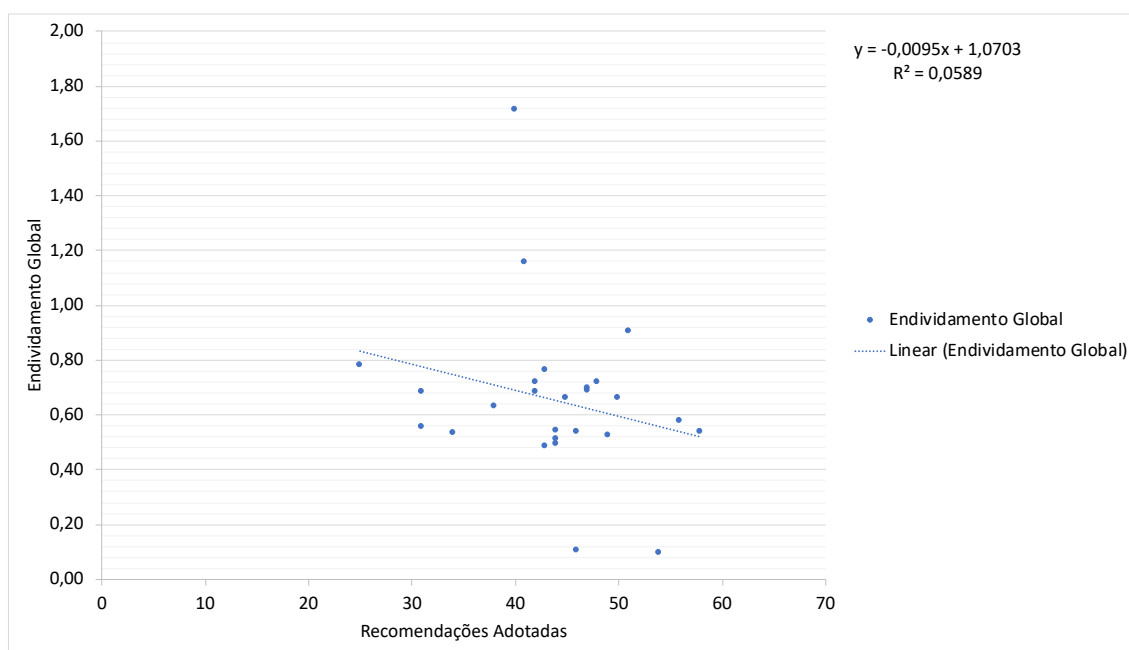


Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

### 10.4.3 Relação do Endividamento Global versus Recomendações Adotadas

Pelo gráfico abaixo, observamos a relação das recomendações adotadas com o endividamento global das entidades portuguesas com tendência decrescente, com a seguinte expressão:  $y = -0,0095x + 1,0703$ , ou seja, quantas mais recomendações as entidades seguirem menor será o endividamento, o ativo consegue financiar o ativo. Analisando a qualidade do ajustamento,  $R^2 = 0,0589$ , significa que 5,89% da variação do endividamento é explicado pelo número de recomendações adotadas.

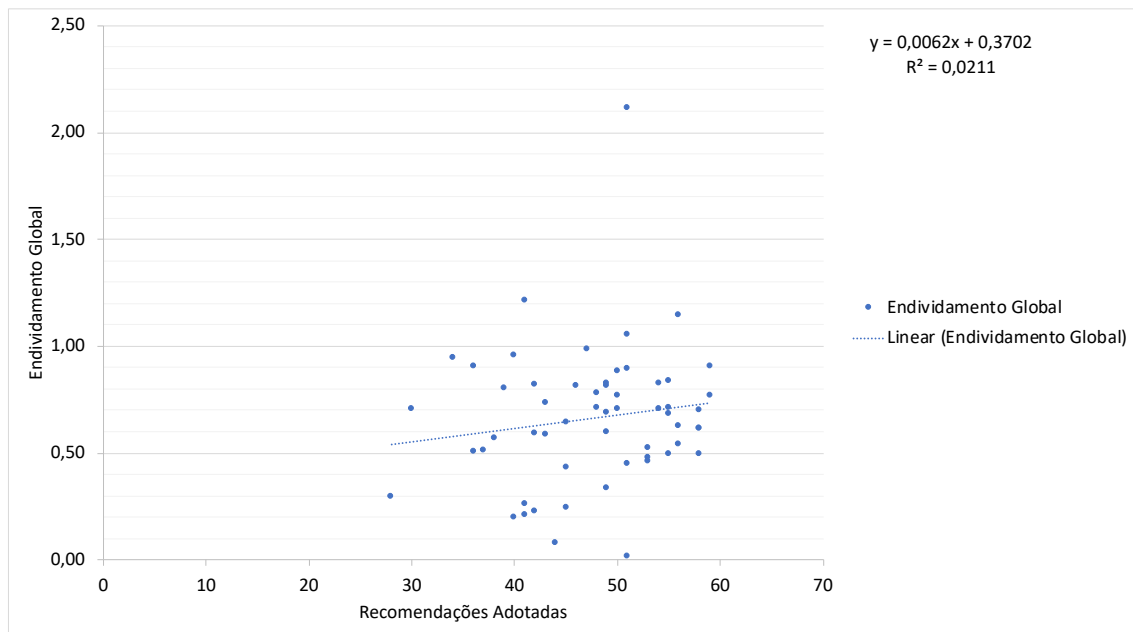
Gráfico 7 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio do Endividamento Global nas Empresas Portuguesas



Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Relativamente a Espanha, a relação entre as recomendações adotadas com o endividamento global tem uma tendência crescente de 0,0062. Isto significa, que as empresas espanholas se endividam 0,0062 em cada recomendação adotada. Todavia, a qualidade de ajustamento é reduzida, 2,11%, ou seja, a variação do endividamento só é explicada 2,11% pelo número de recomendações adotadas, ficando 97,89% por explicar.

Gráfico 8 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio do Endividamento Global nas Empresas Espanholas

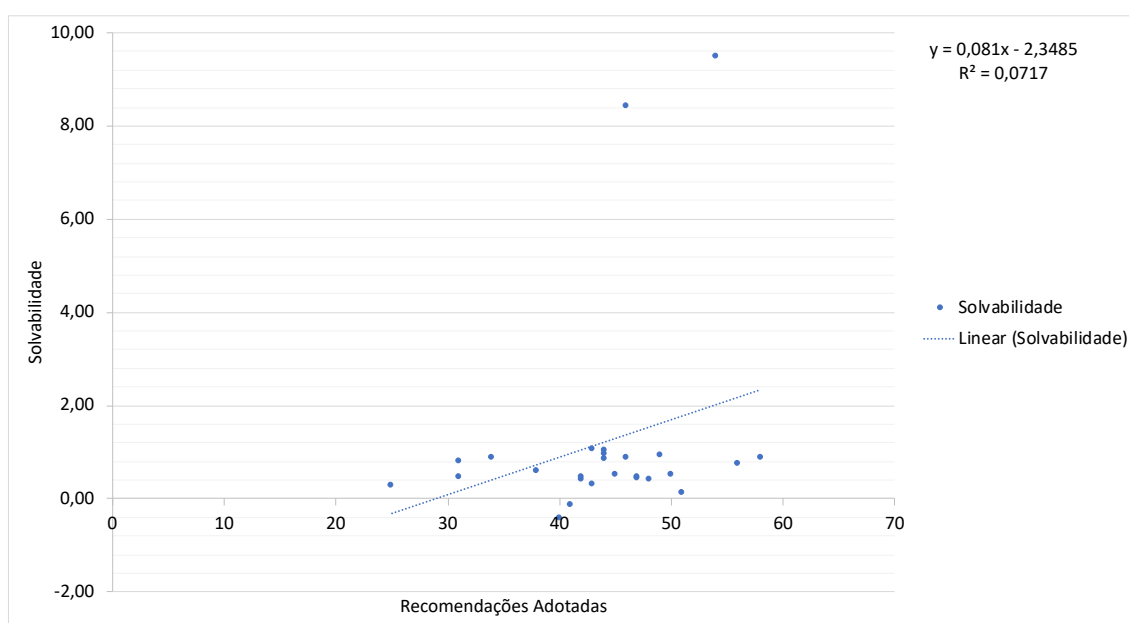


Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

#### 10.4.4 Relação do Solvabilidade versus Recomendações Adotadas

A análise do gráfico abaixo, traduz a relação da solvabilidade das empresas portuguesas com as recomendações seguidas, com uma tendência crescente, de 0,081, com a seguinte expressão:  $y=0,081x-2,3485$ . Este valor deveria ter tendência decrescente uma vez que as empresas que apresentam um valor superior a 0,5 estarão numa situação de fragilidade económica – financeira, sendo que, a qualidade de ajustamento apresenta um valor 7,17%, um valor relativamente baixo.

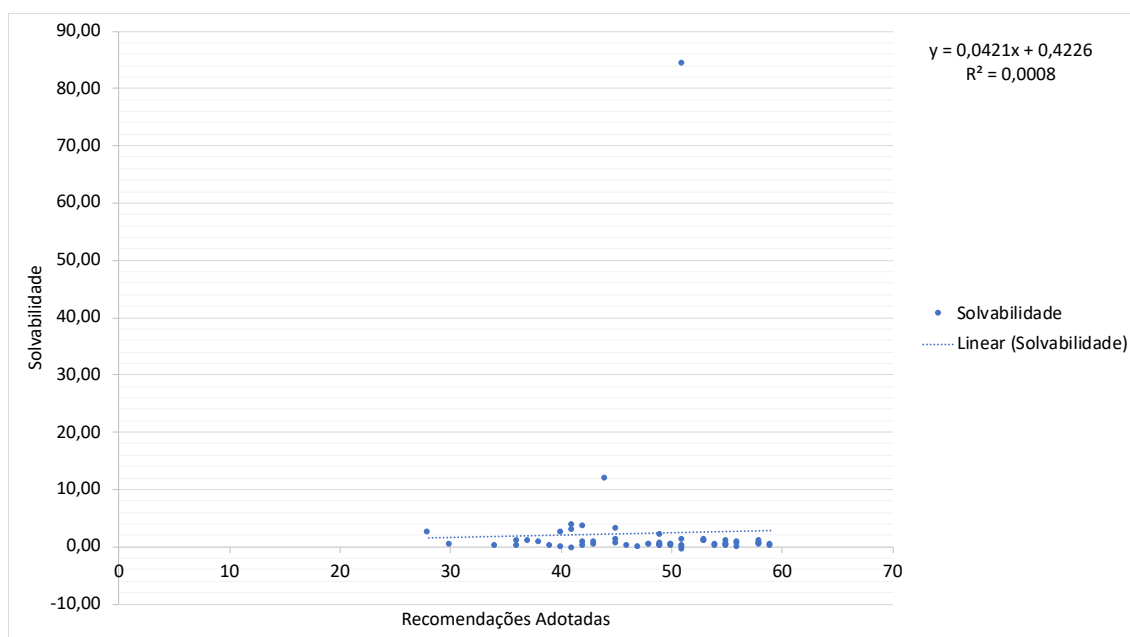
Gráfico 9 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Solvabilidade nas Empresas Portuguesas



Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Pela análise da figura, observamos uma tendência crescente de 0,0421, apesar da qualidade do ajustamento não chegar a 1% (0,008), ou seja, quase 99% da variação da solvabilidade fica por explicar face às recomendações adotadas.

Gráfico 10 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Solvabilidade nas Empresas Espanholas

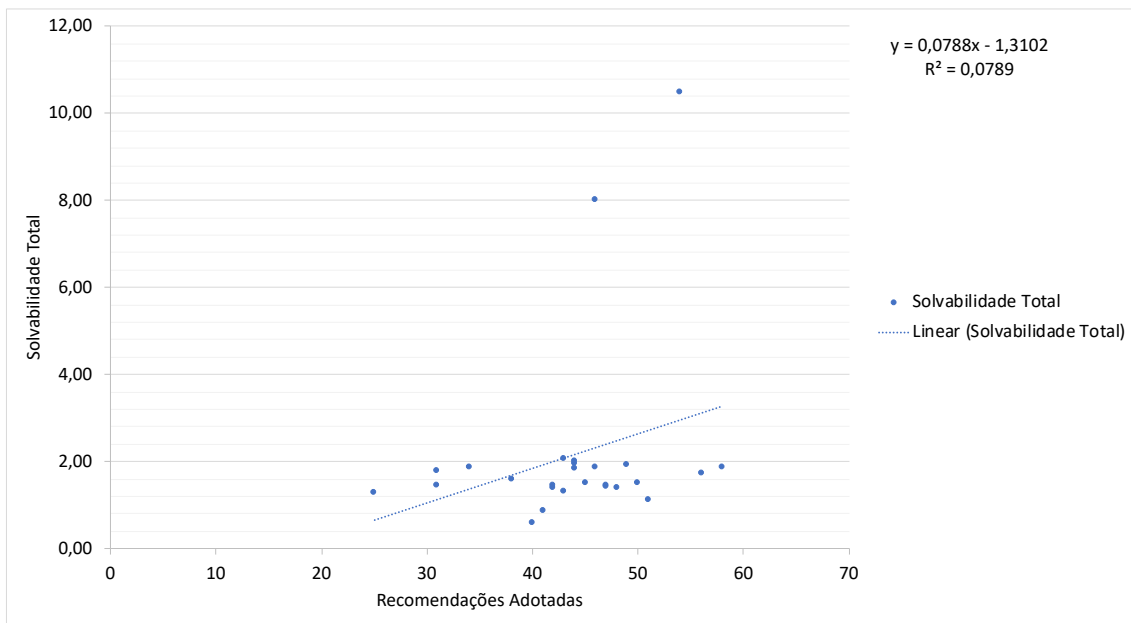


Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

### 10.4.5 Relação do Solvabilidade Total versus Recomendações Adotadas

Pela figura em análise, a relação das recomendações adotadas com a solvabilidade total apresenta uma tendência crescente, é dada pela seguinte expressão:  $y=0,0788x-1,3102$ . A qualidade de ajustamento apresenta um valor de 7,89%.

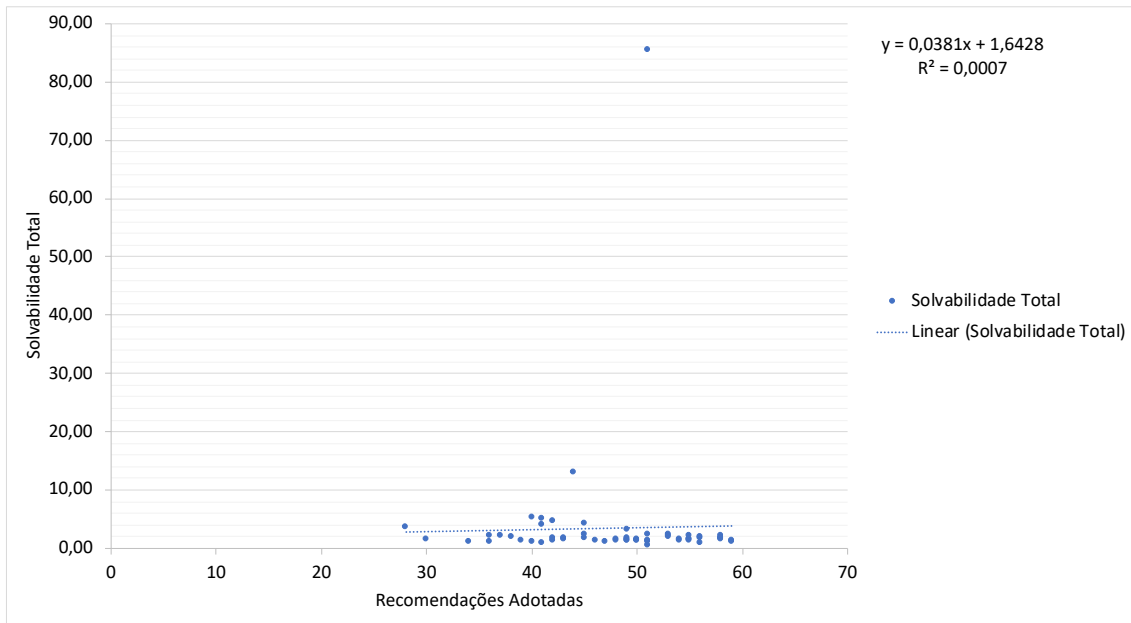
Gráfico 11 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Solvabilidade Total nas Empresas Portuguesas



Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Relativamente a Espanha, também apresenta uma tendência crescente, ou seja, quantas mais recomendações adotarem maior será a solvabilidade total, apesar do ajustamento da qualidade ser inferior a 1%. Isto significa, que 0,07% da variação da solvabilidade é explicada pelo número de recomendações adotadas.

Gráfico 12 -Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Solvabilidade Total nas Empresas Espanholas

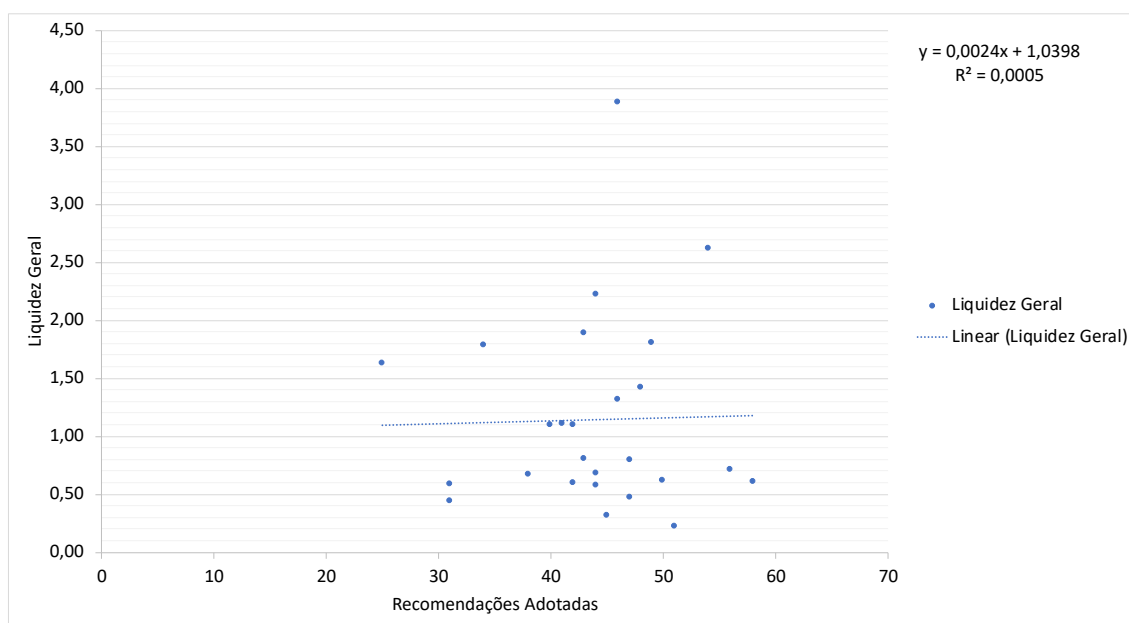


Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

### 10.4.6 Relação do Liquidez Geral versus Recomendações Adotadas

Pela análise do gráfico abaixo, observamos uma dispersão entre a relação das recomendações adotadas pela liquidez geral das entidades portuguesas. Pela equação da reta, observamos um crescimento de 0,0024, ou seja, por cada recomendação adotada a liquidez geral aumenta 0,0024. Porém, a qualidade do ajustamento é bastante reduzida 0,05%, ou seja, 0,95 da variação da liquidez geral fica por explicar pelo número das recomendações adotadas.

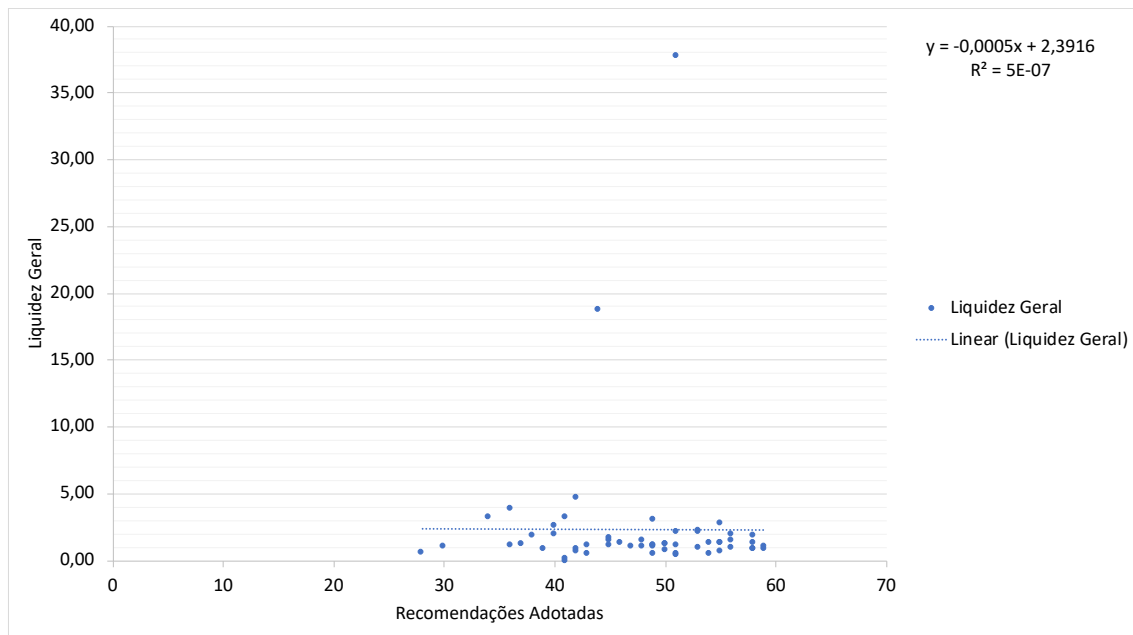
Gráfico 13 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Liquidez Geral nas Empresas Portuguesas



Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Relativamente a Espanha, verificamos uma concentração dos valores próximos da reta traduzida pela expressão  $y = -0,0005x + 2,3916$ , com uma tendência decrescente. A qualidade de ajustamento é muito reduzida, 0,00005%.

Gráfico 14 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Liquidez Geral nas Empresas Espanholas

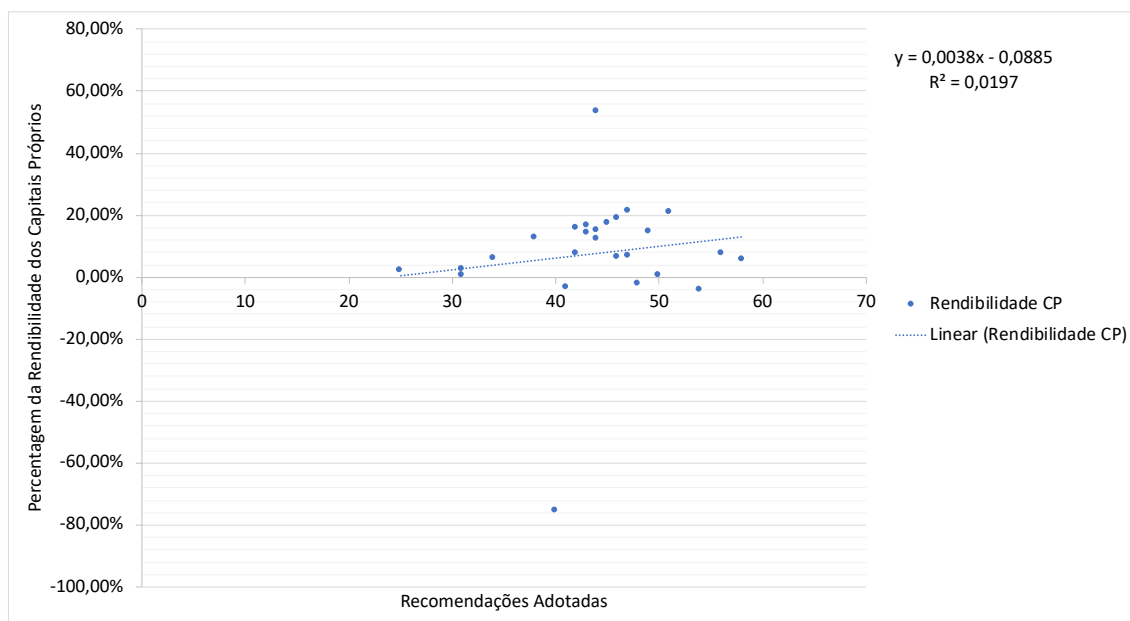


Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

### 10.4.7 Relação da Rendibilidade do Capital Próprio versus Recomendações Adotadas

Verifica-se uma tendência crescente de 0,0038, dada pela expressão:  $y=0,0038x-0,0885$ . Esta relação é traduzida pelo aumento do número das recomendações e pela percentagem da rendibilidade dos capitais próprios das empresas portuguesas, sendo este crescimento um ponto positivo porque mede a capacidade do resultado líquido remunerar os acionistas. A qualidade de ajustamento é de 19,7%, a variação de 19,7% da rendibilidade dos Capitais Próprios é explicada pelas recomendações adotadas.

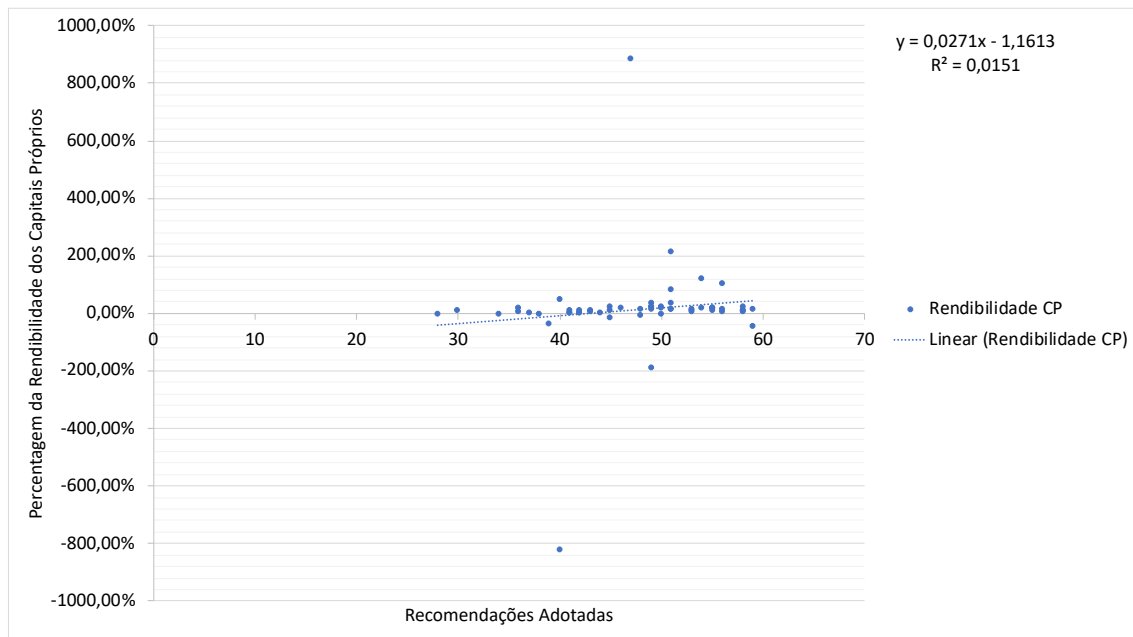
Gráfico 15 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Rendibilidade dos Capitais Próprios nas Empresas Portuguesas



Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Em relação às empresas espanholas estas, apresentam uma tendência positiva na relação das recomendações adotadas pela percentagem da rentabilidade dos Capitais Próprios, cerca de 0,0271. A qualidade do ajustamento,  $R^2 = 0,0151$ , ou seja, 15,1% da variação da rentabilidade dos Capitais Próprios é explicada pelo número das recomendações adotadas.

Gráfico 16 -Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Rentabilidade dos Capitais Próprios nas Empresas Espanholas

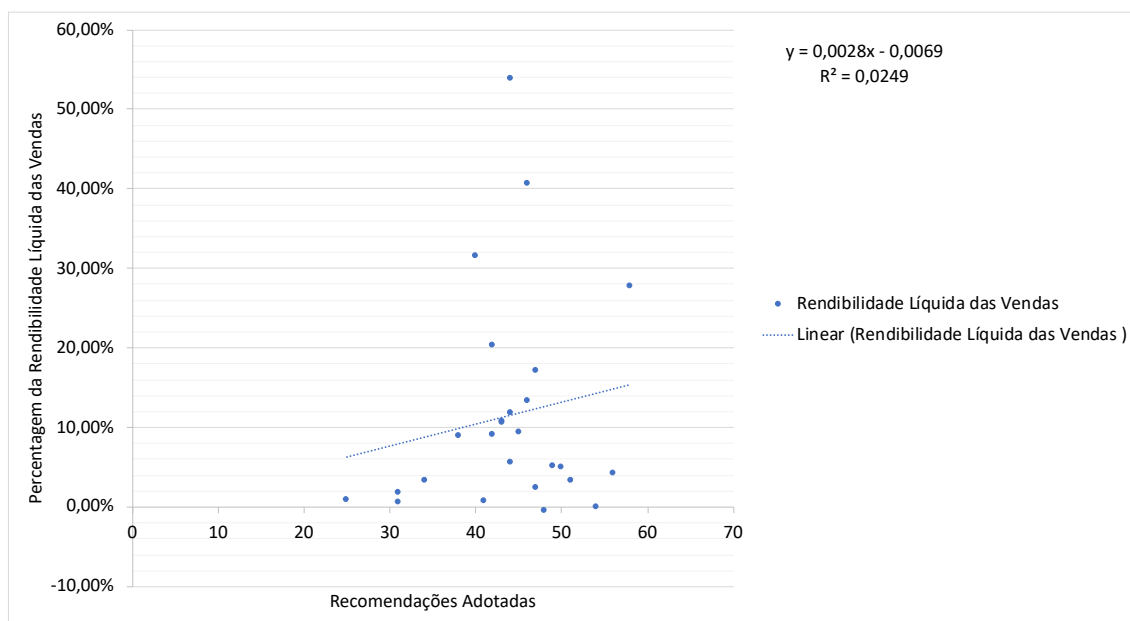


Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

### 10.4.8 Relação da Rendibilidade Líquida das Vendas *versus* Recomendações Adotadas

O gráfico abaixo representa a relação das recomendações adotadas pela rendibilidade líquida das vendas apresenta uma tendência positiva de 0,0028, com a seguinte expressão:  $y=0,0028x-0,0069$ . A qualidade de ajustamento apresenta um valor reduzido,  $R^2 = 0,0589$ .

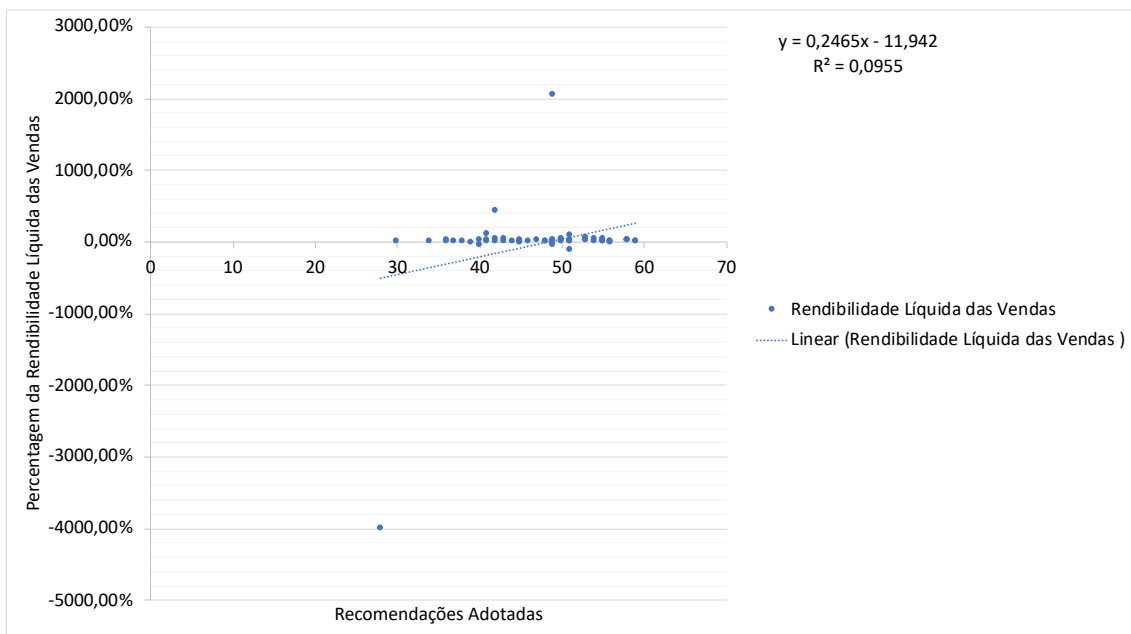
Gráfico 17 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Rendibilidade Líquida das Vendas nas Empresas Portuguesas



Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Verifica-se a relação das recomendações adotadas pela rentabilidade líquida das vendas pelas empresas espanholas. Pela observação do gráfico existe uma tendência crescente, de 0,2465, ou seja, por cada recomendação adotada a rentabilidade aumenta 0,2465. A qualidade do ajustamento é de 9,55%, isto é, 9,55% da variação da rentabilidade das vendas é explicada pela adoção das recomendações.

Gráfico 18 - Relação entre as Recomendações Adotadas com o Rácio da Rentabilidade Líquida das Vendas nas Empresas Espanholas



Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

## 10.5 Recomendações adotadas por setores

De seguida, apresentam-se as recomendações tidas em consideração, pelos setores em análise, de ambos os países.

Tabela 19 - Recomendações adotadas ou não por Setor em Portugal

	ADOTA	ADOTA PARCIAL	NÃO SE APLICA	NÃO ADOTA	ADOTA	ADOTA PARCIAL	NÃO SE APLICA	NÃO ADOTA
Telecomunicações	50	1	8	2	83,33%	0,83%	13,33%	2,50%
Eletricidade e Gás	49	1	6	4	82,01%	2,09%	10,04%	5,86%
Construção	42	4	7	7	70,00%	6,00%	12,00%	12,00%
Tecnologia	33	12	9	7	54,62%	19,33%	14,29%	11,76%
Metalurgica	44	2	9	5	73,33%	3,33%	15,00%	8,33%
Bens de Consumo	49	2	5	4	81,11%	3,89%	8,33%	6,67%
Media	40	5	8	7	66,39%	8,82%	12,61%	12,18%
Impressão	40	6	6	8	66,67%	10,00%	10,00%	13,33%
Papel	45	2	5	7	75,56%	3,89%	8,89%	11,67%
Restauração	44	2	12	2	73,33%	3,33%	20,00%	3,33%

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

A tabela acima agrega as empresas portuguesas nos respetivos setores na adoção ou não das recomendações. Verificamos que o setor das telecomunicações adota cerca de 83%, e cerca de 14 % das recomendações não são aplicáveis às empresas. Verificamos que o setor das tecnologias tem uma menor percentagem (55%) face aos restantes setores, mas de realçar que adotam mais de metade das recomendações, 33 de 60 recomendações, no entanto apresenta uma maior percentagem na adesão parcial das recomendações, 19%. O setor da restauração, por sua vez apresenta uma taxa de 20% de recomendações que não aplicáveis, apresentando a taxa mais elevada neste contexto. O setor de impressão não adota 8 recomendações, apresentando assim 13%.

Tabela 20 - Análise Estatística das Recomendações Adotadas ou não por Setor em Portugal

	ADOTA	ADOTA PARCIAL	NÃO SE APLICA	NÃO ADOTA
Média	43,50	3,68	7,45	5,25
	72,64%	6,15%	12,45%	8,76%
Mediana	44	2	7	6
Moda	0	2	6	7
Desvio Padrão	5,05	3,07	1,98	2,25
Variância	25,46	9,43	3,93	5,08

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Da tabela anterior, pode verificar-se, que cada setor em média, adota 44 recomendações, com um desvio padrão de 5 recomendações, adotando em média 4 recomendações parciais. Não sendo aplicáveis em cada setor, em média 8, o que representa 13%, e não adotam cerca de 9%.

Tabela 21 - Recomendações adotadas ou não por Setor em Espanha

	ADOTA	ADOTA PARCIAL	NÃO SE APLICA	NÃO ADOTA	ADOTA	ADOTA PARCIAL	NÃO SE APLICA	NÃO ADOTA
Telecomunicações	53	1	6	4	83,53%	1,57%	9,41%	5,49%
Eletricidade e Gás	50	3	8	2	78,49%	5,29%	12,86%	3,37%
Construção	44	5	8	5	70,07%	8,63%	13,35%	7,95%
Tecnologia	53	1	7	3	82,29%	2,08%	10,42%	5,21%
Metalúrgica	56	1	4	3	87,50%	1,56%	6,25%	4,69%
Bens de Consumo	43	4	12	5	66,99%	6,84%	18,75%	7,42%
Media	53	4	7	1	82,81%	5,73%	10,42%	1,04%
Impressão	53	0	10	1	82,81%	0,00%	15,63%	1,56%
Papel	51	2	8	2	80,10%	3,66%	13,09%	3,14%
Restauração	42	10	8	4	65,63%	15,63%	12,50%	6,25%

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

A tabela acima, agrega as empresas espanholas nos respetivos setores na adoção ou não das recomendações. Verificamos que o setor da metalúrgica adota cerca de 88%, o que corresponde a 56 recomendações em 64, adotando 1 parcialmente. Este setor não adota, em média 3 recomendações, e não se aplicam 4 recomendações. Como podemos aferir, o setor da restauração é o que adota menos recomendações (66%, o que equivale a 42 recomendações), porém, é o setor que apresenta uma taxa elevada na adoção parcial (16%), ao contrário do setor de bens de consumo que adota em média 43 recomendações (mais uma que o setor da restauração), mas tem uma taxa percentual inferior na adoção parcial comparativamente ao setor da restauração, 4%. O setor dos bens de consumo é aquele que a taxa de recomendações não aplicáveis à organização é mais elevada, por sua vez apresenta uma taxa de 19%. O setor dos *media* é o que apresenta uma taxa percentual

mais baixa na não adoção das recomendações emitidas pela CNMV, conferindo uma percentagem de 1 % como o setor da imprensa que confere uma taxa de 2%.

Tabela 22 - Análise Estatística das Recomendações Adotadas ou não por Setor em Espanha

	ADOTA	ADOTA PARCIAL	NÃO SE APLICA	NÃO ADOTA
Média	50	3	8	3
	78,02%	5,10%	12,27%	4,61%
Mediana	52	3	8	3
Moda	53	1	7	0
Desvio Padrão	4,67	2,78	2,09	1,41
Variância	21,78	7,72	4,37	1,97

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Na tabela mencionada, os setores espanhóis adotam, em média 50 recomendações, com um desvio de 4,67. Adotam parcialmente 3 recomendações, não adotando 3 recomendações. Das 64 recomendações, 8 não são aplicáveis, em média nos setores em Espanha representando 12%.

Tabela 23 - Comparação das Recomendações Adotadas ou não por Setor entre Portugal e Espanha

		ADOTA	ADOTA PARCIAL	NÃO SE APLICA	NÃO ADOTA	ADOTA	ADOTA PARCIAL	NÃO SE APLICA	NÃO ADOTA
Telecomunicações	Portugal	50	1	8	2	83,33%	0,83%	13,33%	2,50%
	Espanha	53	1	6	4	83,53%	1,57%	9,41%	5,49%
Elettricidade e Gás	Portugal	49	1	6	4	82,01%	2,09%	10,04%	5,86%
	Espanha	50	3	8	2	78,49%	5,29%	12,86%	3,37%
Construção	Portugal	42	4	7	7	70,00%	6,00%	12,00%	12,00%
	Espanha	44	5	8	5	70,07%	8,63%	13,35%	7,95%
Tecnologia	Portugal	33	12	9	7	54,62%	19,33%	14,29%	11,76%
	Espanha	53	1	7	3	82,29%	2,08%	10,42%	5,21%
Metalúrgica	Portugal	44	2	9	5	73,33%	3,33%	15,00%	8,33%
	Espanha	56	1	4	3	87,50%	1,56%	6,25%	4,69%
Bens de Consumo	Portugal	49	2	5	4	81,11%	3,89%	8,33%	6,67%
	Espanha	43	4	12	5	66,99%	6,84%	18,75%	7,42%
Media	Portugal	40	5	8	7	66,39%	8,82%	12,61%	12,18%
	Espanha	53	4	7	1	82,81%	5,73%	10,42%	1,04%
Impressão	Portugal	40	6	6	8	66,67%	10,00%	10,00%	13,33%
	Espanha	53	0	10	1	82,81%	0,00%	15,63%	1,56%
Papel	Portugal	45	2	5	7	75,56%	3,89%	8,89%	11,67%
	Espanha	51	2	8	2	80,10%	3,66%	13,09%	3,14%
Restauração	Portugal	44	2	12	2	73,33%	3,33%	20,00%	3,33%
	Espanha	42	10	8	4	65,63%	15,63%	12,50%	6,25%

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Pela tabela anterior, podemos comparar os setores na adoção ou não das recomendações de Portugal e Espanha. Verificamos que o setor da construção, percentualmente é o que apresenta valores mais próximos entre os países, adotam 70% das recomendações, diferindo 3% na adoção parcial, 4% na não adoção das recomendações, por isso, a percentagem é superior para Portugal. Em termos de adoção das recomendações na íntegra, o setor da tecnologia apresenta uma diferença significativa de 27% favoravelmente para Espanha. Apesar de, na adoção parcial de recomendações Portugal adotar cerca de 19% e Espanha 2%, Portugal não segue cerca de 12% das recomendações e Espanha cerca de 5%. O setor bens de consumo apresenta uma diferença significativa de 11% de recomendações não aplicáveis, e apresenta a mesma taxa percentual na não adoção das recomendações. Em suma, o setor dos media e de impressão apresentam uma razão de 11% das recomendações não adotadas entre Portugal e Espanha.

Tabela 24 - Análise Estatística na Adoção ou não das Recomendações por Setor entre Portugal e Espanha

		ADOTA	ADOTA PARCIAL	NÃO SE APLICA	NÃO ADOTA
Média	Portugal	43,50	3,68	7,45	5,25
		72,64%	6,15%	12,45%	8,76%
	Espanha	49,85	3,26	7,84	2,95
		78,02%	5,10%	12,27%	4,61%
Mediana	Portugal	44	2	7	6
	Espanha	52	3	8	3
Moda	Portugal	0	2	6	7
	Espanha	53	1	7	0
Desvio Padrão	Portugal	5,05	3,07	1,98	2,25
	Espanha	4,67	2,78	2,09	1,41
Variância	Portugal	25,46	9,43	3,93	5,08
	Espanha	21,78	7,72	4,37	1,97

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Assim, podemos concluir que, em Portugal, cada setor, em média, adota 44 recomendações correspondendo a 73% e, em Espanha, em média, adotam 50 recomendações, cerca de 78%, registando-se uma diferença de 5% na adoção das recomendações entre Portugal e Espanha. Existe ainda uma diferença de 4% na não

adoção das recomendações. As recomendações não aplicáveis, por setor e a adoção parcial apresentam uma percentagem similar.

As empresas portuguesas em bolsa identificam riscos similares, e diferem de setor para setor.

No setor das telecomunicações é identificado um conjunto de riscos financeiros, tais como, taxas de juro, câmbios, liquidez e crédito, riscos legais, fiscais e regulatórios decorrentes da atividade da organização, a riscos económicos, nomeadamente riscos associados à envolvente do negócio (desempenho e estratégia da organização) e a nível da segurança Informática.

No setor da eletricidade e do gás a nível financeiro identificam-se riscos como a inflação, juros, câmbios, crédito e a liquidez, riscos legais, fiscais e de regulamentação. Riscos associados ao desenvolvimento da execução e operacionalização de projetos, riscos ambientais, nomeadamente as alterações climáticas, desastres naturais que poderão resultar na interrupção do negócio. A nível da concorrência, *commodities*, ao preço e à produção de energia. A nível tecnológico, identificam riscos como a cibersegurança.

No setor da construção, a nível financeiro identificam riscos decorrentes do mercado financeiro, juros, câmbios, crédito, liquidez e preço; riscos legais, regulatórios, judiciais e ambientais. Ao nível operacional identificam riscos ao nível macroeconómico, clientes, fornecedores, concorrência, inovação, custos dos ativos e a nível da saúde e segurança no trabalho.

No setor da tecnologia identificam riscos como o crédito, liquidez, juros, câmbios, capital e a nível jurídico (clientes e trabalhadores), são considerados os mais significativos.

No setor metalúrgico, a empresa em estudo (Ramada) identifica riscos como o crédito, juros, cambial e a variabilidade nos preços de *commodities*.

No setor de bens de consumo, os riscos de natureza financeira (juros, câmbios, liquidez e de crédito), jurídica (legislação), da segurança alimentar. Este setor identifica riscos a nível da concorrência, ciclo de vida do negócio, preferências, gestão de *stocks* e logística.

No setor dos *media* são identificados riscos financeiros, sobre o crédito, liquidez, juros e câmbios. Este setor de atividade identifica riscos a níveis legais, jurídicos e regulamentares. A nível operacional são identificados riscos como a perda de audiências

(concorrência), tendência, tecnologia, integridade nos sistemas, retenção de talentos e fraude.

Na análise do setor da impressão, como analisamos uma entidade (Lisgráfica), os riscos assumidos no relatório são os juros, liquidez, crédito e o preço da matéria-prima.

No setor do papel, para além dos riscos financeiros (liquidez, crédito, juro e câmbios), identificamos riscos ambientais (legislação e florestais), procura da matéria-prima, preço de venda, concorrência, perda de produtividade, acidentes de trabalho, e falhas de abastecimento.

Na análise do setor da restauração, como analisamos uma entidade (Ibersol), os riscos assumidos no relatório a nível financeiro são os juros, câmbios, liquidez, crédito e de capital. Na Ibersol identificamos riscos a nível ambiental, jurídicos, setoriais. Decorrente da sua atividade assume riscos a nível da qualidade e segurança alimentar, e na segurança e higiene no trabalho.

As empresas espanholas em bolsa identificam riscos similares, e diferem de setor para setor.

No setor das telecomunicações é identificado um conjunto de riscos financeiros nomeadamente: juros, câmbios, liquidez, crédito e fontes de financiamento. Identificam riscos legais, fiscais e regulatórios decorrentes da atividade da organização. A nível económico identificam riscos como a concorrência, dependência de fornecedores, interrupção de serviços e a nível da segurança Informática (proteção de dados).

No setor da eletricidade e do gás a nível financeiro identificamos riscos como a inflação, juros, câmbios, crédito, liquidez, riscos legais, fiscais, regulamentação, mudanças políticas governamentais e de reputação. Identificamos riscos no desenvolvimento da execução e operacionalização de projetos a nível de desenvolvimento. Identificamos riscos a níveis ambientais (alterações climáticas, desastres naturais), ao nível de mercado preveem riscos ao nível da concorrência, *commodities*, preço, volume, custos operacionais, volatilidade dos recursos solares. A nível tecnológico, identificamos riscos como a cibersegurança e tecnológico.

No setor da construção, as organizações identificam como riscos financeiros: crédito, liquidez, endividamento, juros e câmbios. Identificam riscos legais, fiscais,

regulamentação e fatores políticos. Neste setor realçam a nível da reputação, da elevada concorrência, do planeamento e da execução e qualidade, a nível ambiental identificam a mudança e os desastres naturais, a valorização do ativo e a subcontratação. As organizações ainda realçam os riscos laborais (segurança e retenção de talentos), segurança da informação e cibersegurança

No setor da tecnologia, identificamos riscos financeiros, nomeadamente crédito, liquidez, juros e cambial. A nível dos riscos sobre a conformidade com as leis e regulamentos, na inovação e proteção tecnológica. Identificamos riscos a nível laboral, processos operativos, prestação de serviços e na negociação de contratos/execução.

No setor da metalúrgica, a empresa Acerinox no seu relatório menciona riscos como a liquidez e restrições na fonte de financiamento, juros, câmbios, crédito, incerteza na regulamentação e investidores, preço de mercado, e o excesso na capacidade e a diminuição do preço.

No setor bens de consumo, identificam-se riscos na regulamentação, legais, fiscais e judiciais. A elevada competência, concorrência e de reputação neste setor. A nível de *standards*, na qualidade e segurança alimentar. Realçam riscos no âmbito da mudança de hábitos alimentares, ciclo de vida, tendências, preços, logística e aprovisionamentos. A nível financeiro são identificados riscos de crédito, liquidez, endividamento, juros e câmbios.

No setor dos *media*: riscos legais, fiscais, regulatórios e judiciais. A nível financeiro, riscos como o crédito, liquidez, juros e câmbios. Realçam ainda a elevada concorrência, reputação, proteção de dados e litígios e contenciosos.

No setor da impressão, analisamos os riscos do relatório empresa Vocento, esta identifica a queda das vendas, a mudança do modelo de negócio, o cumprimento de níveis de mudança tangíveis do produto ou distribuição. Para além destes riscos menciona a regulamentação, níveis de financiamento e no atraso no pagamento, ficando mais propícia ao risco do endividamento. A mudança tecnológica e o risco cibersegurança.

No setor do papel identificamos riscos judiciais, legais, regulamentares e fiscais. Identificamos riscos a nível ambiental e florestal, a investigação e desenvolvimento de novos produtos/materiais. Realçam, os riscos das matérias-primas, preço de venda, e competência.

No setor da restauração, a empresa Amrest identifica, no seu relatório, riscos a nível da dependência dos franquiadores, acionistas minoritários, e ausência de direitos de exclusividade. Identifica ainda riscos a nível de pessoal chave, laborais, e no acesso limitado nos produtos alimentares, bem como na sua variabilidade, desaceleração do negócio, e interrupção temporário do serviço de clientes na rede. A nível financeiro, o risco cambial, juros, liquidez, crédito. Identifica ainda os riscos a nível fiscal, a cibersegurança.

Tendo por base os Relatórios do Governo da Sociedade, procedemos à análise das justificações dadas pelas organizações, por recomendações e por setor de atividade em Portugal.

No setor das telecomunicações as justificações alegadas são: o facto do número dos membros executivos não ser superior ou, o número dos membros não executivos devido à dimensão e dispersão do capital; e, o facto do presidente ou outro membro da comissão de remunerações, poderem não estar presentes na assembleia geral anual.

No setor da eletricidade e do gás, algumas organizações não adotam os meios eletrónicos, que justificam, pelo fato dos membros preferirem o voto presencial. De referir ainda, que o facto de justificação da criação de diversas comissões, ou a sua ausência, não põe em causa a defesa dos interesses da organização, existindo mecanismos para colmatar essas ausências, nomeadamente os membros serem independentes.

No setor da construção algumas organizações não disponibilizam os regulamentos internos devido à sua dimensão e complexidade. Neste setor, alguns grupos apresentam um parecer vinculativo sobre as partes relacionadas, salvo quando a lei exige ou, pelo fato de não terem relações significativas.

Praticamente a totalidade das organizações deste setor não utiliza os meios eletrónicos, alegando a fraca adesão pelos seus membros. Algumas, não cumprem o requisito do número de membros executivos ser inferior ao dos membros não executivos, justificando este facto por representar uma maior eficácia, operacionalidade e proximidade das respetivas funções.

A maioria das organizações cotadas neste setor não prevê o diferimento de uma quantia da componente variável pela dimensão e estrutura do capital. Algumas organizações não

justificam o fato de não terem instrumentos jurídicos, nem uma Comissão de Nomeações como recomenda a CMVM. Por último, uma das empresas em estudo deste setor de atividade, clarifica que o Conselho de Administração é o principal interlocutor com o Auditor Externo, enquanto que as recomendações sugerem que esta função cabe ao órgão de fiscalização, para que não haja comprometimento da independência do auditor externo.

No setor da tecnologia as organizações não adotam as recomendações que dizem respeito aos meios eletrónicos pelo facto de estarem todos presentes, e terem outros meios disponíveis.

As organizações deste setor não apresentam qualquer justificação para o facto de o número de membros executivos ser igual ou superior ao dos membros não executivos. Justificam a ausência de regulamentos internos sobre a atuação dos membros executivos fora do grupo, uma vez que estes não existem na organização.

No setor metalúrgico, a organização em estudo não prevê um parecer prévio e vinculativo aprovado pelo Conselho de Administração, por imposição legal. Assim, sempre que existam transações significativas o parecer do órgão de fiscalização é vinculativo, e a sociedade não tem necessidade de ter uma política formal. A organização não tem um coordenador independente, dada a sua complexidade e dimensão, dispõe de 5 administradores e apenas um é membro não executivo, e não prevê qualquer diferimento no pagamento da remuneração variável, contrariando, assim, as recomendações emitidas pela CMVM.

No setor dos bens de consumo, também não prevê os meios eletrónicos, alegando que serão criadas condições para os votos presenciais, eletrónicos ou por correspondência. A ausência de um coordenador independente deve-se ao facto de terem outros mecanismos para alcançar os objetivos, nomeadamente reuniões mensais. A função de acompanhamento deve ser atribuída à comissão de nomeações, e as organizações deste setor atribuídas à Direção de Recursos Humanos. Quanto ao facto das remunerações variáveis não serem diferidas, as empresas acreditam que possuem mecanismos que permitem o alinhamento com os interesses da organização.

No setor dos meios de comunicação, as organizações não adotam os meios eletrónicos, em regra, pelo facto de este meio não ser solicitado, e pelo risco que existe de pôr em causa a integridade e disseminação da informação. De referir que não existe um coordenador independente, dada a dimensão do grupo, e pelo facto do Presidente do Conselho de

Administração não possuir funções executivas. Nestes casos, algumas empresas não justificam, ou não preveem qualquer vantagem no diferimento de uma quantia da remuneração variável dos administradores executivos. Esta justificação é apresentada por algumas organizações para a cessação de funções antes do termo de mandato, sendo uma outra a do mandato estar a cessar, ou não se justificar a adoção desta recomendação, e muitas organizações, nem sequer indicam o motivo de não seguirem a recomendação.

No setor da impressão, a organização deste setor em estudo (Lisgráfica) não adota formalmente a obrigação nem procedimentos sobre os membros dos órgãos e comissões informarem possíveis conflitos de interesse, e também não adota a participação na assembleia por meios eletrónicos.

O número de administradores executivos é superior aos membros não executivos, devido à dimensão e estrutura da organização.

A Comissão de Remunerações não tem liberdade, dentro do orçamento, para decidir livremente sobre a contratação de serviços de consultadoria no decorrer da sua atividade; a organização indica que esta “liberdade” vai constar no regulamento da Comissão de Vencimentos.

No setor do papel, as organizações não preveem requisitos nem critérios sobre a diversidade relativamente ao perfil dos novos órgãos societários. A sociedade reconhece, conforme indicado no relatório, os atributos individuais como a competência, a independência, a integridade e o carácter, a disponibilidade e a experiência. Não existem meios eletrónicos para a participação da assembleia, dado que não foram solicitados.

A ausência de um coordenador independente é justificada pela estrutura do capital, e do nível de fiscalização. O regime de pensões ou é inexistente ou não prevê o montante máximo nas organizações deste setor.

O setor da restauração não prevê a participação de meios eletrónicos, dado que estes não foram solicitados. E também pelo facto do número de membros não executivos ser inferior ao número de membros executivos.

Tendo por base os Relatórios do Governo da Sociedade iremos analisar as justificações apresentadas pelas organizações, por setor de atividade, em Espanha.

No setor das telecomunicações algumas organizações não transmitem a assembleia em direto na sua página web, alegando que estão a tomar medidas para cumprir esta

recomendação. Quanto à recomendação sobre a percentagem dos “*diretores proprietários/número total de diretores não-executivos*” ser superior à proporção existente do capital da sociedade representado por outros membros e o restante capital, a maioria das organizações não cumprem esta recomendação, justificando-se pela existência de poucas participações. Algumas organizações não separam a Comissão de Nomeações e de Remunerações pelo fato de não ser conveniente, ou porque entendem não ser oportuno pela existência de outras comissões que promovem uma coordenação mais eficiente.

Metade das organizações deste setor devem reter por um período não inferior a três anos as ações entregues ou direitos de ações associadas ao sistema retributivo, as empresas retêm por um período inferior, e outras ultrapassam o montante máximo, não se justificando devidamente. O mesmo acontece nas remunerações da componente variável.

No setor da eletricidade e do gás algumas limitam o número de voto enquanto as recomendações sugerem precisamente o contrário, mas não explicam as suas motivações.

As recomendações apelam à comunicação ao Presidente do Conselho de Administração o motivo pelo não seguimento das remunerações, o que não acontece em algumas organizações, justificando-se pelo fato da Assembleia ter ocorrido anteriormente à sua admissão na bolsa.

Algumas organizações não transmitem a Assembleia Geral em direto na web pela sua dimensão e estrutura. Outras, não enviaram ou não elaboraram o plano de trabalho relativamente à avaliação anual para detetar e corrigir deficiências porque entendem ser desnecessário, pelo fato de entrarem para a bolsa no presente ano.

A maioria das organizações deste setor não separa a Comissão de Nomeações e de Remunerações para evitar custos adicionais, ou porque consideram que o seu desempenho seria idêntico, ou ainda pela sua dimensão e estrutura. Por último, algumas organizações ainda não seguem a recomendação que diz respeito à elaboração de uma política social corporativa, mas pretendem implementá-la.

No setor da construção, algumas das organizações não possuem uma política de promoção com os acionistas, alegando, no entanto que a possuem. Contudo, não está ainda aprovada formalmente. Algumas organizações não transmitem a Assembleia Geral em direto porque ninguém solicitou, ou pelos custos inerentes à dimensão e capitalização da

organização, por entenderem ser inoportuno, dado que se encontram num processo de reestruturação financeira.

Não justificam o fato de algumas entidades não cumprirem o número de membros máximo no Conselho de Administração.

A recomendação sobre a percentagem dos “diretores proprietários/número total de diretores não-executivos” não ser superior ao restante do capital, não é seguida por algumas empresas, justificando-se pelos laços familiares ou por não ser conveniente. As organizações deste setor não justificam os motivos pelos quais os membros independentes representam pelo menos metade do capital.

As comissões de Nomeações e de Remunerações deveriam estar separadas, no entanto, em algumas sociedades estão agregadas devido ao custo, ou por apresentarem um maior desempenho.

Não expõem as razões pelas quais não possuem uma política de responsabilidade corporativa.

As componentes variáveis associadas às remunerações deveriam estar ligadas à entrega de ações ou instrumentos financeiros. No entanto, algumas organizações não estabelecem requisitos, nem o prazo para o seu reembolso quando o desempenho não é adequado. Quanto às atribuições de ações ou direitos não devem transferir num período mínimo de três anos, sendo que algumas sociedades não estabelecem qualquer limite, ou estabelecem apenas um ano.

As organizações não estabelecem nenhuma cláusula sobre o desempenho dos membros executivos na componente variável, e não apresentam qualquer justificação.

Algumas organizações, quanto à resolução do contrato sem justa causa, não cumprem a recomendação na fixação de um limite estabelecido de dois anos das remunerações auferidas, ou não possuem um limite.

Algumas organizações entendem que a separação da Comissão de Nomeações e de Remunerações iria trazer um custo desnecessário para a organização sem acrescentar grande eficiência.

No setor da tecnologia algumas organizações não separam a Comissão de Nomeações e de Remunerações, por não acharem conveniente nem sentirem necessidade da sua separação.

No setor metalúrgico, a organização deste setor, a Acerinox, não adota a recomendação acerca do Conselho de Administração submeter à Assembleia Geral a proposta de delegação de poderes, emissão de ações ou valores mobiliários.

No setor dos bens de consumo algumas organizações não cumprem a recomendação sobre a comunicação do Presidente do Conselho de Administração com os acionistas, as divulgações do relatório anual, nomeadamente as razões pelas quais as entidades não adotam as recomendações do Bom Governo. Defendem-se pelo facto da percentagem de capital representado no Conselho de Administração, e pela inexistência de mudanças governativas nos anteriores exercícios.

A maioria das organizações neste setor não transmite em direto na sua página web a Assembleia Geral, disponibilizam toda a informação acerca da assembleia, ou por não ter uma maioria substancial, ou pela sua dimensão e capitalização. As sociedades não justificam o facto do número de membros independentes representar menos de metade do capital.

As sociedades deveriam relatar num documento separado ou no relatório de administração os assuntos relacionados com a responsabilidade social corporativa. Contudo, as sociedades mencionam outros canais de comunicação diferentes, ou não se justificam sequer.

No setor da comunicação algumas organizações não preveem uma cláusula contratual do reembolso da remuneração variável quando não cumprem com os requisitos do seu desempenho. Algumas organizações do setor contrariam as recomendações que dão liberdade para os membros alienarem as ações que correspondem ao sistema de remunerações, com um limite inferior ao total das remunerações anuais durante um ano, apesar das recomendações terem um limite até dois anos.

No setor da Impressão a organização em estudo, a Vocento, não segue a recomendação sobre o número de membros independentes dentro do Conselho de Administração. O

Conselho é constituído por 3 membros independentes com mais de 30% do número de membros, e dois lugares dentro do Conselho ainda estão por preencher.

No setor do Papel as organizações não transmitem em direto a Assembleia Geral porque não acham necessário a sua transmissão e também devido aos custos associados. Algumas organizações dão liberdade aos membros para alienar as ações que correspondem ao sistema de remunerações, contrariando as recomendações.

No setor da Restauração a organização em estudo, a Amrest, não segue a recomendação na qual o Presidente do Conselho de Administração deve informar os acionistas sobre as exposições das ações cotadas em Bolsa, e não explica as suas razões por não a seguir.

No ano de 2018, a sociedade não tinha uma política de comunicação e contato com acionistas, investidores e assessores de direito voto. Porém, a sociedade dispõe de uma política para o ano de 2019.

A celebração da Assembleia Geral não é transmitida em direto, pelo facto da sociedade não achar necessário.

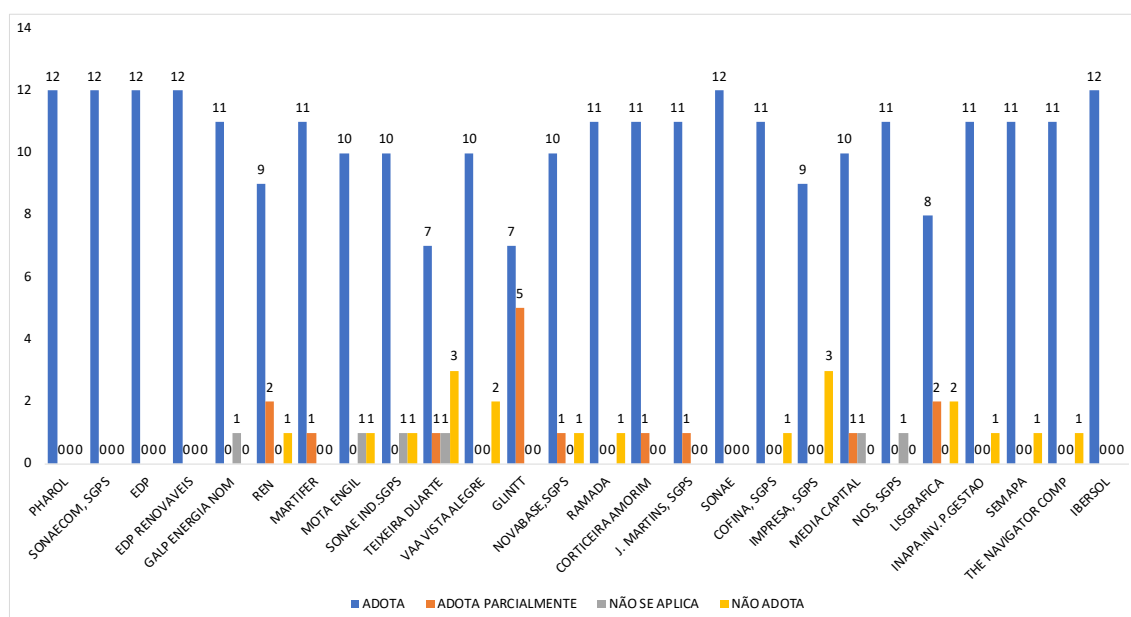
### **CAPÍTULO III – APRESENTAÇÃO, INTERPRETAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS**

---

## 11. Discussão dos Resultados

Tendo sido definido como objeto de estudo perceber qual o impacto na performance da gestão das organizações da aceitação das recomendações do Relatório do Governo das sociedades. Por isso, passamos a analisar a influência do seguimento ou não das recomendações das empresas em estudo nos diversos capítulos presentes no Código do Governo das Sociedades.

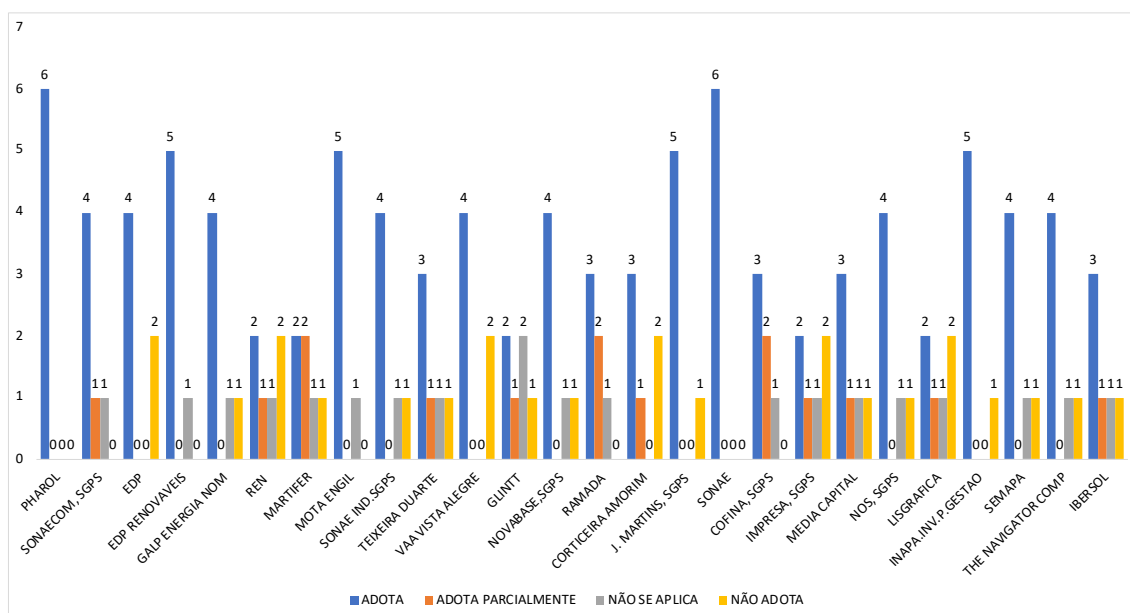
Gráfico 19 - Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Portuguesas no Capítulo I – Parte Geral no CGS



Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Pelo gráfico acima, é possível constatar que todas as empresas portuguesas adotam mais de metade das recomendações no Capítulo I – Parte Geral. Podemos ver que a Teixeira Duarte e a Glintt adotam 7 recomendações, apesar que a Glintt adota 5 parcialmente.

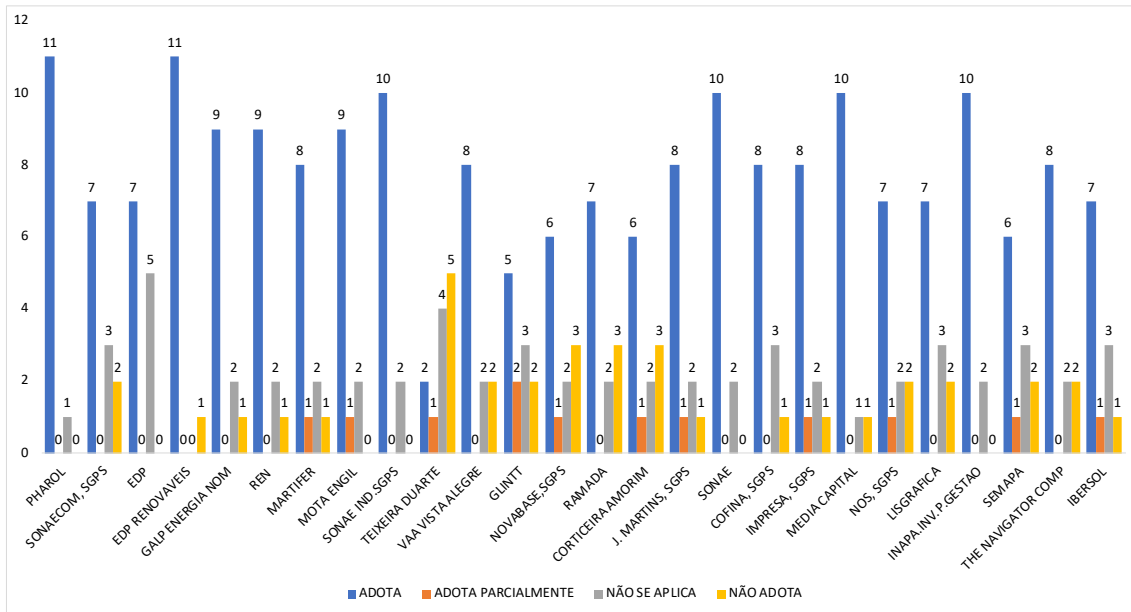
Gráfico 20 - Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Portuguesas no Capítulo II - Acionistas e Assembleia Geral, no CGS



Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

No Capítulo II – Acionistas e Assembleia Geral, as empresas portuguesas no mínimo adotam 2 e, no máximo, adotam todas. A Ren, Glintt e a Lisgrafica adotam 2 recomendações. A Pharol e a Sonae adotam todas as recomendações neste capítulo.

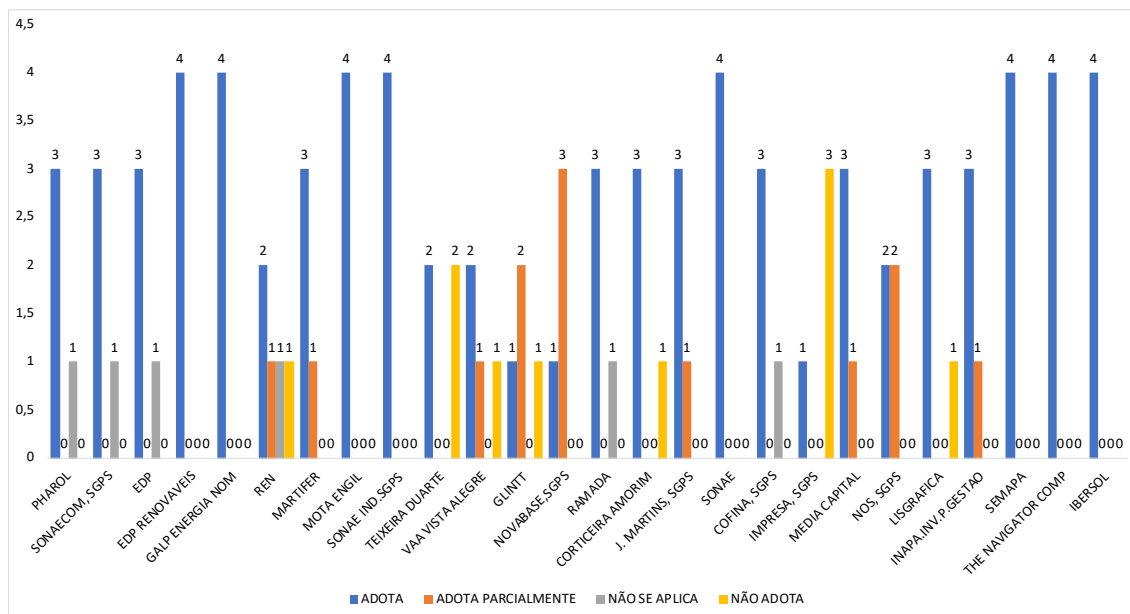
Gráfico 21 - Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Portuguesas no Capítulo III – Administração não Executiva e Fiscalização, no CGS



Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

No capítulo III – Administração não Executiva e Fiscalização, a Teixeira Duarte é a única a adotar 2 recomendações em 12. Nenhuma empresa adota as doze recomendações, apenas 11, no máximo, a Pharol e a EDP renováveis. De destacar, a empresa EDP de 12 recomendações adota 7 e 5 não são aplicáveis à empresa.

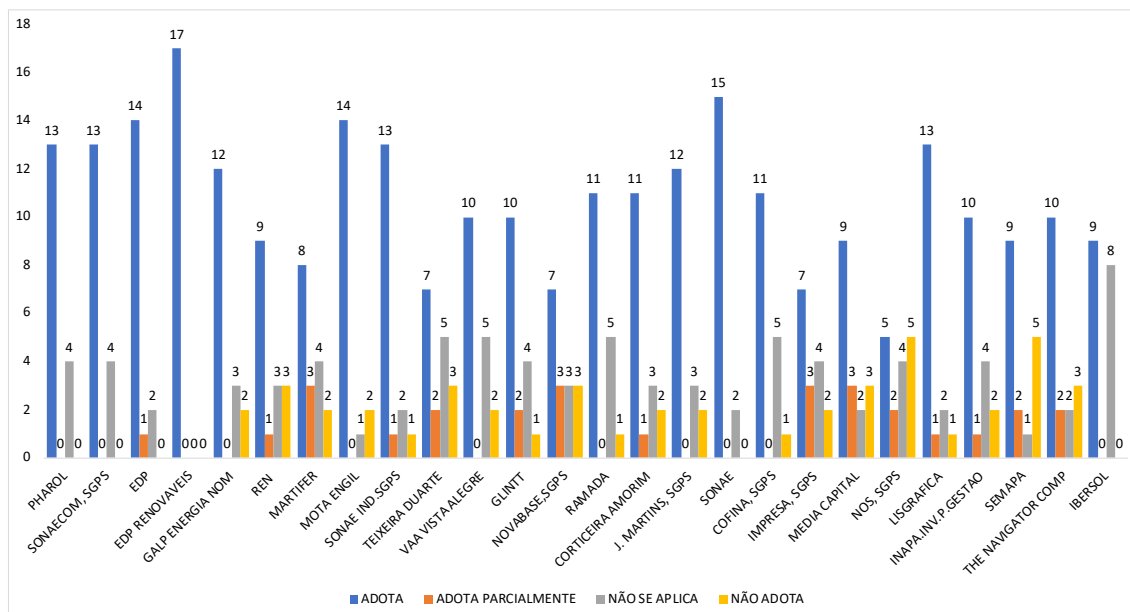
Gráfico 22 - Figura 31 - Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Portuguesas no Capítulo IV - Administração Executiva, no CGS



Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

No Capítulo IV – Administração Executiva, a maioria das empresas adotam pelo menos 2 recomendações em 4. De destacar, a Imprensa adota apenas 1 e as restantes não adotam. A Novabase, SGPS adota apenas 1 recomendação, mas as restantes adotam parcialmente, e a Glintt das 4 recomendações adota 1, adota parcialmente 2 e não adota 1.

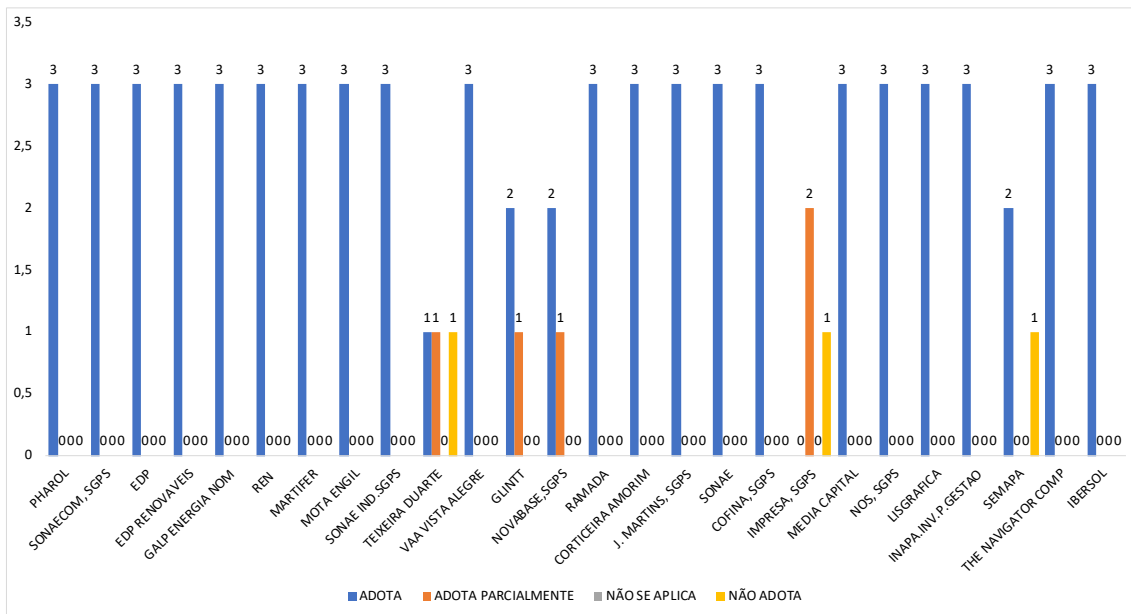
Gráfico 23 - Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Portuguesas no Capítulo V - Avaliação de Desempenho, Remunerações e Nomeações, no CGS



Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

No Capítulo V – Avaliação de Desempenho, Remunerações e Nomeações apenas a EDP Renováveis adota todas as recomendações. A NOS, SGPS é a empresa que adota menos recomendações, apenas 5 e não adota 5, tal como a Semapa, apesar desta adotar 9 recomendações.

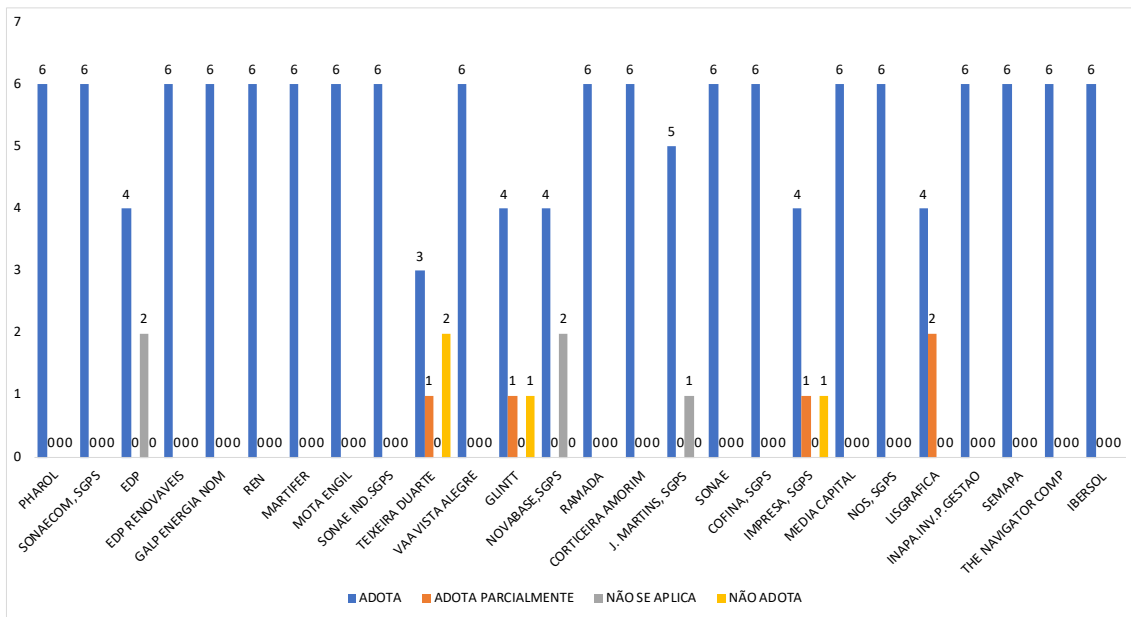
Gráfico 24 - Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Portuguesas no Capítulo VI - Gestão de Risco, no CGS



Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

No Capítulo VI – Gestão de Risco, praticamente todas as empresas adotam as recomendações. A empresa Teixeira Duarte segue apenas uma recomendação integralmente, outra parcial e não segue uma. A Glintt tal como a Novabase, SGPS seguem 2 recomendações e 1 parcialmente. A Semapa também adota 2 recomendações e não adota 1. A empresa que mais se destaca é a Impresa, SGPS que não segue nenhuma integralmente, segue duas recomendações parcialmente e não adota uma recomendação.

Gráfico 25 - Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Portuguesas no Capítulo VII - Informação Financeira, no CGS



Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

No último capítulo, praticamente todas as empresas adotam todas as recomendações. As empresas: EDP, Novabse, SGPS e a Jerónimo Martins, não são aplicáveis 2, 2 e 1 recomendações, respetivamente. A Lisgrafica segue 4 integralmente e 2 parcialmente. A empresa Teixeira Duarte é a empresa que segue menos recomendações sendo que, neste capítulo, segue apenas 4 recomendações, das quais apenas 1 parcialmente e, não adotam duas recomendações.

Figura 3 - Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Espanholas na Parte I - Aspectos Generales, no Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas

	Aspetos Gerais			
	ADOTA	ADOTA PARCIALMEN	NÃO SE APLICA	NÃO ADOTA
TELEFONICA	3	0	1	1
GRUPO EZENTIS	4	0	1	0
CELINEX	4	0	1	0
MASMOVIL	3	1	1	0
IBERDROLA	4	0	0	1
REPSOL YPF	3	1	1	0
GAS NATURAL	4	0	1	0
ACCIONA	3	1	1	0
GAMESA	5	0	0	0
RED ELETRICA	4	0	1	0
ENAGAS	3	0	1	1
IBERDROLA REN	4	0	0	1
ENDESA	4	0	1	0
NATURGY	4	0	1	0
AUDAX	4	0	1	0
SOLARPACK	2	1	1	1
GREENERGY	3	0	1	1
GRUPO ACS	3	1	1	0
FERROVIAL	3	1	1	0
FCC	2	0	1	2
TECNICAS REUNI	2	2	1	0
SACYR VALLEHE	4	0	1	0
OBRASCON HU	4	0	1	0
ABOENGA	3	1	1	0
URBAS GRUPO FI	4	0	1	0
DURO	4	0	1	0
AIRTIFICIAL	3	0	1	1
QUABIT INMOBIL	4	0	1	0
METROVECESA	4	0	1	0
TUBACEX	3	1	1	0
TUBOS REUNIDO	2	1	1	1
GLOBAL DOMINI	2	1	1	1
ELECNOR	4	0	1	0
GRUPO EMPRESA	4	1	0	0
FLUIDRA	4	0	1	0
MONTEBALITO	1	1	1	2
NEINOR	3	0	1	0
AEDAS HOME	4	0	1	0
INDRA	4	0	1	0
AMPAR	3	0	1	1
AMADEUS	4	0	1	0
ACERINOX	3	0	1	1
DIA	4	0	1	0
DEOLEO	2	0	1	2
PESCANOVA	2	0	1	2
NATURY HOUSE	4	0	1	0
EBROFOODS	4	0	1	0
BODEGAS	3	1	1	0
BARON DE LEY	2	2	1	0
BORGES AGRICU	4	0	1	0
MEDIASET	4	0	1	0
ATRESMEDIA ME	4	0	1	0
PROMOTORA DE	3	1	1	0
VOCENTO	4	0	1	0
ENCE ENERGIA Y	4	0	1	0
IQUEL	4	0	1	0
IBERPAPEL	4	0	1	0
AMREST HOLDIN	2	0	1	2

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Na Parte I – Aspectos Gerais, a empresa espanhola Gamesa é a única que adota todas as recomendações neste capítulo. Pela tabela, ainda podemos observar que existem empresas que seguem 4 de 5 recomendações, e apenas não seguem uma porque não é aplicável à sua empresa, nomeadamente o Grupo Ezentis, Celinex, Gas Natural, Red Eletrica, Naturgy, Audax, Sacyr Vallerhermoso, Obrascnon Huarte Lain, Urbas, Quabit, Metrovacesa, Elecnor, Aedas Home, Indra, Amadeus, DIA, Naturgy House Health, Ebrofoods, Borges, MediaSet, Atresmedia, Vocento, Ence Energia, Iquiel, Iberpapel e a Amrest.

Ainda, de destacar que a empresa Montebalito é a única que adota apenas uma recomendação, outra parcialmente, não segue duas e outra não é aplicável.

Figura 4 - Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Espanholas na Parte II - Junta General de Accionistas, no Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas

	Assembleia Geral de Acionistas			
	ADOTA	ADOTA PARCIALMEN	NÃO SE APLICA	NÃO ADOTA
TELEFONICA	3	0	2	1
GRUPO EZENTIS	4	0	2	0
CELINEX	4	0	2	0
MASMOVIL	3	0	2	1
IBERDROLA	6	0	0	0
REPSOL YPF	4	0	2	0
GAS NATURAL	4	0	2	0
ACCIONA	6	0	0	0
GAMESA	4	1	1	0
RED ELETRICA	4	0	2	0
ENAGAS	5	0	1	0
IBERDROLA REN	6	0	0	0
ENDESA	4	0	2	0
NATURGY	3	0	3	0
AUDAX	2	1	2	1
SOLARPACK	2	0	2	2
GREENERGY	2	0	2	2
GRUPO ACS	4	1	1	0
FERROVIAL	3	1	2	0
FCC	4	0	1	1
TECNICAS REUN	2	1	2	1
SACYR VALLEHI	4	1	1	0
OBRASCON HU	3	1	2	0
ABOENGA	3	0	2	1
URBAS GRUPO F	5	0	0	1
DURO	5	0	0	1
AIRTIFICIAL	4	0	2	0
QUABIT INMOBI	4	0	1	1
METROVECESA	4	0	1	1
TUBACEX	2	1	2	1
TUBOS REUNIDC	3	1	1	1
GLOBAL DOMINI	2	0	2	2
ELECNOR	4	0	2	0
GRUPO EMPRES	2	1	2	1
FLUIDRA	3	1	1	1
MONTEBALITO	2	0	1	3
NEINOR	5	0	1	0
AEDAS HOME	2	1	2	1
INDRA	4	0	2	0
AMPAR	3	1	2	0
AMADEUS	4	0	1	1
ACERINOX	5	0	1	0
DIA	4	0	2	0
DEOLEO	3	1	1	1
PESCANOVA	2	1	1	2
NATURY HOUSE	4	0	1	1
EBROFOODS	3	1	1	1
BODEGAS	2	1	2	1
BARON DE LEY	2	1	2	1
BORGES AGRICU	3	0	2	1
MEDIASET	4	0	2	0
ATRESMEDIA MI	5	0	1	0
PROMOTORA DE	4	0	2	0
VOCENTO	4	0	2	0
ENCE ENERGIA Y	3	0	2	1
IQUEL	2	1	1	1
IBERPAPEL	4	0	1	1
AMREST HOLDIN	3	0	2	1

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Na Parte II – Assembleia Geral de Acionistas, apenas a Iberdrola, Acciona e a Iberdrola Renovables seguem todas as recomendações. Algumas empresas, tais como, Enagas, Endesa, Neinor, Acerinox e a Atresmedia seguem 5 recomendações e 1 não é aplicável à organização. Apenas a empresa Urbas segue 5 recomendações e não segue uma.

No mínimo, todas as empresas seguem duas recomendações. O Montebalito segue duas recomendações, não segue três recomendações, e uma não é aplicável.

Figura 5 - Recomendações Adotadas ou não pelas Empresas Espanholas na Parte III – Conselho de Administração, no Código de Boa Governação das Sociedade Cotadas.

	Conselho de Administração			
	ADOA	ADOA PARCIALMEN	NÃO SE APLICA	NÃO ADOA
TELEFONICA	44	2	1	6
GRUPO EZENTIS	51	0	2	0
CELINEX	42	1	6	4
MASMOVIL	48	0	3	1
IBERDROLA	48	1	4	0
REPSOL YPF	48	0	5	0
GAS NATURAL	38	7	4	4
ACCIONA	50	1	1	1
GAMESA	47	1	4	1
RED ELETRICA	42	3	7	1
ENAGAS	47	1	4	1
IBERDROLA REN	48	1	4	0
ENDESA	45	1	6	1
NATURGY	38	7	4	4
AUDAX	36	4	12	1
SOLARPACK	32	6	13	2
GREENERGY	35	6	10	2
GRUPO ACS	42	6	3	2
FERROVIAL	42	7	2	2
FCC	40	6	3	4
TECNICAS REUN	32	9	6	6
SACYR VALLEHI	43	1	6	3
OBRASCON HU	42	1	6	4
ABOENGA	45	0	5	3
URBAS GRUPO F	33	2	8	10
DURO	38	2	11	2
AIRIFICIAL	30	8	8	7
QUABIT INMOBI	50	0	2	1
METROVECESA	36	1	7	0
TUBACEX	38	3	9	3
TUBOS REUNIDC	34	8	4	7
GLOBAL DOMIN	26	12	11	4
ELECNOR	40	1	6	6
GRUPO EMPRES	35	10	3	5
FLUIDRA	46	5	2	0
MONTEBALITO	25	8	11	9
NEINOR	45	1	5	1
AEDAS HOME	35	4	11	3
INDRA	47	0	5	1
AMPAR	48	0	2	3
AMADEUS	41	3	5	4
ACERINOX	48	1	2	2
DIA	43	1	8	1
DEOLEO	35	8	4	6
PESCANOVA	30	4	13	6
NATURY HOUSE	30	4	13	6
EBROFOODS	43	2	8	0
BODEGAS	38	3	10	2
BARON DE LEY	33	5	10	5
BORGES AGRICU	37	2	10	4
MEDIASET	36	2	13	2
ATRESMEDIA MI	49	1	2	1
PROMOTORA DE	49	2	2	0
VOCENTO	45	0	7	1
ENCE ENERGIA Y	46	2	5	0
IQUEL	43	4	3	3
IBERPAPEL	43	0	10	0
AMREST HOLDIN	37	10	5	1

Na Parte III – Conselho de Administração é de salientar que o Grupo Ezentis é a empresa que mais segue as recomendações neste capítulo, das 53 segue 51 recomendações, e as duas que não segue não são aplicáveis à entidade.

A empresa que menos recomendações segue é Montebalito adota apenas 25, logo a seguir apresenta-se a Global Dominion com 26 recomendações adotadas. É de constatar, que o mesmo número de recomendações, 11 não são aplicáveis à organização de igual modo. O Montebalito não adota 9 recomendações e adota parcialmente 8 recomendações. A Global Dominion não adota 4 recomendações, e adota parcialmente 12. A Urbas é a entidade que possui um número elevado de não adoçam das recomendações, totalizando 13.

Em suma, não é possível comparar, por capítulo, as recomendações seguidas pelas empresas Portuguesas e Espanholas. Portugal apresenta no RGS 7 capítulos, enquanto que Espanha apresenta só 3 capítulos, por isso, não nos foi permitido realizar uma análise comparativa entre capítulos.

No entanto, para contornar esta situação foi realizada uma análise das recomendações, tendo sido agrupadas as semelhanças entre Portugal e Espanha, conforme observado nas tabelas a seguir apresentados.

Tabela 25 - Recomendações seguidas pelas Empresas Portuguesas

Recomendações	PORTUGAL			
	ADOTA	ADOTA PARCIALMEN	NÃO SE APLICA	NÃO ADOTA
Capítulo I				
I.1.1.	26	0	0	0
I.2.1.	18	2	2	4
I.2.2.	24	1	0	1
I.2.3.	21	2	1	2
I.2.4.	23	3	0	0
I.2.5.	24	1	0	1
I.3.1.	25	1	0	0
I.3.2.	26	0	0	0
I.5.1.	20	2	0	4
I.5.2.	19	1	3	3
Capítulo II				
II.1.	25	0	1	0
II.2.	21	1	0	4
II.3.	15	11	0	0
II.4	5	3	0	18
II.5.	7	0	18	1
Capítulo III				
III.1.	6	0	8	12
III.2.	26	0	0	0
III.3.	16	0	1	9
III.5.	4	0	22	0
III.6.	23	0	3	0
III.7.	3	0	23	0
III.8.	23	2	0	1
III.10.	26	0	0	0
III.11.	25	0	0	1
III.12.	22	2	1	1
Capítulo IV				
IV.4.	21	3	0	2
Capítulo V				
V.1.1.	20	5	0	1
V.1.2.	21	5	0	0
V.2.1.	22	3	0	1
V.2.2.	22	3	0	1
V.2.3.	18	5	2	1
V.2.4.	6	1	12	3
V.3.1.	24	1	1	0
V.3.2.	14	1	1	10
V.3.4.	2	0	24	0
V.3.5.	23	0	2	1
V.4.1.	14	3	5	4
V.4.2.	10	0	10	6
V.4.3.	5	1	14	6
V.4.4.	9	0	14	3
Capítulo VI				
VI.1.	23	2	0	1
VI.2.	23	3	0	0
VI.3.	24	0	0	2
Capítulo VII				
VII.2.2.	24	1	0	1
VII.2.3.	26	0	0	0
VII.2.4.	22	1	3	0
VII.2.5.	24	0	2	0

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

As recomendações II.1, I3.2, III2, III10 e V2.3 do RGS são todas adotadas pelas 26 empresas Portuguesas em estudo. Algumas recomendações como, II4, II5, III1, III5, III6, V2.4, V3.4, V4.1, V4.2, V4.3 e a V4.4 são consideradas em menos de metade das empresas portuguesas em análise. A recomendação V3.4 é seguida por apenas duas empresas. Importa destacar que a recomendação II3 é adotada parcialmente por 11 empresas. Algumas recomendações são aplicáveis em quase todas as empresas, nomeadamente a III5, III7 e a V3.4. Destaca-se, a recomendação II4 pelo facto de 18 empresas não a seguirem.

Tabela 26 - Recomendações Seguidas pelas Empresas Espanholas

Recomendações	ADOTA	ADOTA PARCIALMEN	NÃO SE APLICA	NÃO ADOTA
Parte I				
1	53	0	0	5
4	47	4	0	7
Parte II				
6	36	17	0	5
7	29	0	0	29
8	58	0	0	0
9	56	1	1	0
Parte III				
12	58	0	0	0
14	38	15	0	5
15	56	0	0	2
17	45	0	0	13
18	47	10	0	1
19	13	0	44	1
29	58	0	0	0
36	44	11	0	3
40	47	8	0	3
41	49	2	4	2
42	48	10	0	0
44	45	0	10	3
45	55	3	0	0
46	50	5	0	2
47	46	10	0	1
48	4	0	36	18
49	56	1	0	0
50	55	2	0	0
51	56	1	0	0
52	29	4	24	1
56	58	0	0	0
57	48	4	0	6
58	44	7	4	3
59	43	4	7	4
60	33	0	17	8
61	38	1	11	8
62	15	10	21	11

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

As recomendações 8, 12, 29 e 56 são aplicadas pelas 58 empresas espanholas em análise. As recomendações 7 e 52 são seguidas por metade das empresas, e a recomendação 48 é utilizada apenas por 4 empresas, e não se aplica a 36 empresas. A recomendação 19 é não é aplicável, aproximadamente a 76% das empresas em estudo.

Importa realçar que a recomendação 7 não é adotada por 29 empresas, ou seja, metade das empresas em estudo.

Tabela 27 - Análise das recomendações semelhantes adotadas ou não entre Portugal e Espanha

	ADOPTA	ADOPTA PARCIALMENTE	NÃO SE APLICA	NÃO ADOPTA
Média				
Portugal	70,66%	5,87%	14,65%	8,82%
Espanha	75,79%	7,11%	9,55%	7,54%

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Pode verificar-se, que cerca de 71% das recomendações são seguidas em Portugal e 76% em Espanha. Existe, um diferencial de 5% entre as recomendações semelhantes não aplicáveis entre Portugal e Espanha.

### 12. Considerações Finais

Face à discussão de análise abordada anteriormente e sendo o escopo desta dissertação perceber qual o impacto na performance da gestão das organizações na adoção das recomendações vertidas no Relatório do Governo das Sociedades, apresentam-se as considerações finais estruturadas por hipótese e questões de investigação presentes no modelo desenhado neste estudo.

#### **H1- As recomendações seguidas no RGS têm influência nas decisões dos stakeholders.**

Questão 1 - Quanto maior o número de recomendações seguidas pelas empresas, maior é o grau de confiança transmitido aos *stakeholders*?

Questão 2 - Quantas mais recomendações as empresas adotarem melhor é o seu desempenho?

O RGS ganhou uma maior importância após os grandes escândalos financeiros que abalaram os mercados financeiros, reestabelecendo a confiança nos *stakeholders* e a credibilidade nas informações financeiras apresentadas no relatório financeiro. O RGS contém princípios e recomendações que as organizações devem seguir, caso contrário devem explicar o porquê de não seguirem de forma a diminuírem as desigualdades de informações e protegerem os *stakeholders*.

Dos autores estudados no âmbito desta temática, segundo Mayoral & Sanchez – Segura (2008) defende que a auditoria tem um papel fundamental nas omissões, distorções e nas divulgações apresentadas no relatório, de forma a estabelecerem um aumento de confiança no mercado. Tendo por base o RGS, quantas mais recomendações as empresas seguirem, mais confiança transmitem aos *stakeholders* e, conseqüentemente melhor é o seu desempenho.

Com a primeira hipótese de análise pretendemos aferir qual a influência das recomendações seguidas no processo de decisões dos *stakeholders*.

Para validar esta hipótese foram formuladas questões de investigação e conjugadas com a análise estatística realizada (tabela 11). De seguida, apresenta-se a análise efetuada tendo por base as questões de investigação sobre quanto maior é número de recomendações seguidas pelas empresas, maior é o grau de confiança transmitido aos *stakeholders*? E, quantas mais recomendações as empresas adotarem melhor é o seu desempenho?

Pela análise das recomendações adotadas por parte das organizações, podemos concluir que as organizações adotam grande parte das recomendações, cerca de 70% destas, na sua íntegra.

De forma a perceber qual o impacto das recomendações seguidas na *performance* das organizações, procedeu-se ao cálculo de determinados indicadores, assim como, o tipo de sua relação, proporcional, direta, ou outra, no seguimento ou não das recomendações com a sua performance.

Quanto à Autonomia Financeira não foi possível aferir qualquer relação, uma vez que as empresas portuguesas apresentam uma tendência crescente, ou seja, quantas mais recomendações adotarem menor é este rácio, por outro lado, as empresas espanholas apresentam uma tendência decrescente. Ou seja, as empresas portuguesas têm uma capacidade superior quanto ao cumprimento das suas obrigações não correntes.

A Independência Financeira apresenta uma tendência crescente com o aumento das recomendações seguidas nos dois países em estudo. Significa que as empresas financiam, em menor percentagem, os seus capitais próprios a médio e longo prazo, representando esta situação um risco financeiro.

Nas empresas portuguesas, o aumento do número de recomendações seguidas leva a uma menor capacidade de o ativo financiar as suas obrigações, ao contrário do que acontece nas empresas de Espanha.

O aumento das recomendações seguidas leva as organizações, dos países em estudo, a apresentarem uma maior capacidade em solver os seus compromissos a médio e longo prazo, tendo em conta a solvabilidade. Não foi possível retirar qualquer conclusão sobre a liquidez geral de ambos os países, uma vez que apresentam funções contrárias, ou seja,

as organizações portuguesas têm uma capacidade de cobrir as obrigações correntes com o aumento das recomendações adotadas.

Ainda, a rentabilidade dos capitais próprios e da rentabilidade líquida das vendas aumenta com o aumento das recomendações adotadas pelas empresas de ambos os países.

Em suma:

Tabela 28 - Impacto dos Rácios em Portugal e Espanha

	Portugal	Espanha
Autonomia Financeira	Negativo	Positivo
Independência Financeira	Negativo	Negativo
Endividamento Global	Negativo	Positivo
Solvabilidade	Positivo	Positivo
Liquidez Geral	Positivo	Negativo
Rentabilidade dos Capitais Próprios	Positivo	Positivo
Rentabilidade Líquido das Vendas	Positivo	Positivo

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Dos valores apresentados acima, verifica-se que 64% dos indicadores em análise (9/14) têm um impacto positivo e 36% (5/14) um impacto negativo.

Assim, tendo em consideração aos resultados obtidos podemos concluir que existe uma correlação positiva da performance com o aumento das recomendações adotadas pelas organizações.

Nesta decorrência, as questões de investigação, relacionadas com o número de recomendações seguidas pelas empresas transmitem um grau de confiança superior aos stakeholders, e com o facto do aumento das recomendações elevar o grau de desempenho da gestão das organizações, encontram-se validadas.

## **H2- A cultura empresarial tem influência na adoção das recomendações adotadas.**

Questão 3 - Entre os setores empresariais existem divergências significativas nas recomendações seguidas? Qual o seu impacto?

Questão 4 - Os riscos identificados pelas entidades dos diversos setores de atividade nos dois países, são divergentes?

A cultura organizacional é um elemento que caracteriza a organização. A cultura é um ponto-chave no funcionamento da organização. Para Leovaridis & Cismaru, (2014) a cultura vai para além das crenças, valores, normas e línguas. Segundo Lousã & Gomes (2015), a cultura assenta dimensões desde a partilha de valores, capacidade da organização na adaptação às mudanças e na definição dos objetivos. A auditoria interna deve conhecer a organização para que esta desempenhe as suas funções em pelo e possibilite um melhor funcionamento da mesma, Tabara (2007). Uma vez que, as organizações possuem uma cultura própria é necessário identificar os elementos chave para o seu funcionamento, nomeadamente a gestão de risco, Dasculu (2016).

Com a segunda hipótese desta investigação pretendemos perceber de que forma a cultura organizacional influencia as recomendações adotadas pelas organizações.

Para conseguir aferir sobre o facto de existirem divergências foram agrupadas as empresas dos setores em estudo, e tendo-se verificado que determinados setores que adotam mais recomendações como o setor das telecomunicações, em Portugal (83,33%), em Espanha, o setor metalúrgico (87,50%). Os setores adotam mais de 50% recomendações, em ambos os países.

Tanto a CMVM como a CNMV adotam o mesmo princípio de as empresas adotarem ou não as recomendações, uma vez que nem todas as recomendações são adequadas a todas as organizações. Assim, a cultura organizacional influencia a adoção das recomendações.

No setor das telecomunicações, da energia, dos *media* os riscos assumidos, em ambos os países, são similares. No setor da construção as empresas identificam riscos semelhantes, apesar de as empresas espanholas identificarem mais riscos, como o endividamento, a reputação, qualidade, planeamento e execução, a nível ambiental, bem como a segurança da informação e cibersegurança. Nos bens de consumo identificam riscos semelhantes e preveem outros, tais como, o endividamento, standards (normas), competência e as preferências.

No setor tecnológico, as empresas identificam riscos financeiros e jurídicos idênticos. Para além destes, as empresas espanholas identificam riscos a nível operacional (na inovação e proteção tecnológica, nos processos operativos, na prestação de serviços, na negociação de contratos e sua execução) e a nível laboral.

No setor metalúrgico são identificados riscos financeiros, tais como, a liquidez, crédito, juros, cambial e *commodities*. Para além destes riscos, a empresa espanhola identifica riscos de restrições ao financiamento, endividamento e incerteza a regulamentação.

No setor da impressão, em Portugal os riscos mencionados são bastantes reduzidos ao contrário das empresas espanholas. Para além dos riscos financeiros em comum, as empresas espanholas identificam o endividamento, a queda das vendas, regulamentação e mudanças na produção/distribuição/tecnologia.

No setor do papel as empresas divulgam os mesmos riscos, no entanto, as empresas portuguesas identificam riscos financeiros, enquanto que as empresas espanholas não, estas identificam ainda como risco, a investigação e desenvolvimento de novos produtos/materiais.

No setor da restauração são previstos os mesmos riscos financeiros. O setor espanhol prevê riscos sobre a dependência de franquizados e dos acionistas minoritários, e a ausência de direitos de exclusividade. Ainda, prevê riscos no capital humano, no acesso e variabilidade alimentar e o risco de interrupção do negócio.

Em suma, pela análise dos dados recolhidos sobre os riscos das empresas em análise verifica-se que cada empresa identifica riscos comuns (riscos financeiros, legais, fiscais e regulatórios) e outros riscos que caracterizam a sua atividade, e de nível estratégico. Pela análise dos riscos contidos nos relatórios das empresas existem riscos semelhantes nos diversos setores em estudo, nomeadamente os riscos financeiros (crédito, liquidez, juros e cambial). Todavia, existem riscos mais específicos em cada setor, nomeadamente nos bens de consumo, a qualidade e segurança alimentar, na área da construção, a segurança dos colaboradores, no setor das telecomunicações, a proteção de dados, no setor da energia, o clima, as mudanças climáticas e *commodities*. Em cada setor são identificados riscos legais e regulamentares, mas, em cada setor, o impacto fiscal será concordante com a atividade corrente.

### H3. As empresas que não seguem as recomendações explicam as razões de não o fazerem

Questão 5 - As razões que as empresas usam para não adotarem as recomendações são plausíveis?

Questão 6 - As empresas que não adotam as recomendações têm a mesma influência nos diversos capítulos.

Berle (1932) considera que o governo das sociedades é um conjunto de instrumentos que visa harmonizar os conflitos de interesse e as discrepâncias de informações. Verifica-se que, tanto a CMVM, como a CNMV adotam o princípio “Cumprir ou Explicar”.

Pela análise realizada aos relatórios, em regra, todos explicam as recomendações não adotadas ou adotadas parcialmente. As empresas portuguesas, apresentam a recomendação e indicam se cumprem ou não, mencionando os pontos objeto de explicação. Nas empresas espanholas verifica-se que, no seguimento das recomendações não adotadas ou adotadas parcialmente, é realizada a sua justificação tornando, desta forma, a informação mais clara e direta.

Pela análise do cumprimento das recomendações, o Capítulo VII – Informação Financeira do RGS português, apresenta uma maior percentagem de cumprimento (91%) o que leva a concluir da existência de uma maior influência sobre as organizações e, por outro lado, o Capítulo II- Acionistas e Assembleia Geral apresenta uma menor percentagem (61%) quanto à menor influência sobre as organizações.

Tabela 29 - Percentagem das recomendações adotadas por capítulo em Portugal

	Portugal
Capítulo I – Parte Geral	87,18%
Capítulo II – Acionistas e Assembleia Geral	61,54%
Capítulo III – Administradores não Executivos e Fiscalização	65,38%
Capítulo IV - Administradores Executivos	73,08%
Capítulo V – Avaliação de Desempenho, Remunerações e Nomeações	63,12%
Capítulo VI – Gestão de Risco	89,74%
Capítulo VII – Informação Financeira	91,02%

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Relativamente a Espanha, a Assembleia Geral de Acionistas apresenta uma adoção em menor escala das recomendações, o que revela uma menor influência nas organizações face ao capítulo III sobre o Conselho de Administração.

Tabela 30 - Percentagem das recomendações adotadas por capítulo em Espanha

	Espanha
Capítulo I – Aspetos Gerais	67,24%
Capítulo II – Assembleia Geral Acionistas	59,20%
Capítulo III – Conselho de Administração	76,58%

Fonte: Elaborada pela Mestranda, 2020

Praticamente todas as empresas que não adotam na íntegra as recomendações justificam-no, por norma, pela sua dimensão e estrutura. Pela análise de determinadas recomendações que não são seguidas, percebemos que as empresas não as adotam pelo facto de acarretarem custos não justificáveis, dado que, seria unicamente para cumprir o prescrito nas recomendações, não trazendo qualquer tipo de vantagem para as empresas. Outras não são seguidas porque não comprometem o bom funcionamento das organizações, nem a segregação de funções de alguns membros da organização. As que se referem às remunerações variáveis são bastante vagas, e as empresas que não as seguem, por norma, relacionam-se pelo diferimento e pelo montante máximo.

De um modo geral, esta dissertação demonstra o impacto positivo na adoção das recomendações com a sua performance na gestão das organizações, em ambos os países. Consoante a dimensão, estrutura e setor, as organizações adequam as recomendações para transmitirem uma informação mais clara, transparente e credível a todos os *stakeholders*.

### **13. Limitações do Estudo**

Como limitações encontradas referimos a ausência de alguns Relatórios de Contas portuguesas e espanholas para a nossa investigação.

A vasta legislação e a especificidade de alguns setores de atividade, não permitiram o estudo acrescido para esta investigação.

### **14. Sugestões para Investigações Futuras**

Para estudos futuros julgamos enriquecedor a investigação desta temática, através de uma comparação de diferentes anos, de forma a perceber a evolução do desempenho das organizações com as recomendações seguidas nos presentes códigos.

Seria pertinente apurar as opiniões dos gestores das empresas em bolsa, de forma a perceber o contributo do Relatório do Governo das Sociedades, ou seja, quais as vantagens para a gestão das empresas na adoção das recomendações.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

---

- Abu-Jarad, I. Y., Yusof, N., & Nikbin, D. (2010). *A Review Paper on Organizational Culture and Organizational Performance*. International Journal of Business and Social Science. .
- Adams, M. B. (1994). *Agency theory and the internal audit*. *Managerial Auditing Journal*.
- Aggarwal, R., & Goodell. (2009). *Markets and institutions in financial intermediation: national characteristics as determinants*. . J. Banking Finance 33, 1770-1780.
- Alves, S. G. (2011). *The effect of the board structure on earnings management: evidence from Portugal*. *Journal of Financial Reporting and Accounting*.
- Baker, H. N. (2002). *International crosslisting and visibility*. . Journal of Financial & Quantitative Analysis, 37(3), 495-521.
- Baptista, C., & Sousa, M. (2014). *Como fazer Investigação Dissertações, Teses e Relatórios Segundo Bolonha (5ªed.)*. Lisboa: Pactor.
- Bardin, L. (1994). *Análise de conteúdo*. Lisboa: Edições 70.
- Bardin, L. (2011). *Análise de conteúdo*. São Paulo: Edições 70 .
- Barney, J. B. (1986). *Organizational Culture: Can It Be a Source of Sustained Competitive Advantage?* The Academy of Management Review, 11 (3), 656-665.
- Bastos, P. L., & Cyrne, C. (2017). *Como a Cultura Organizacional Influencia na Atuação dos Líderes*. *Destaques Acadêmicos*, 9(1), 161-176. . Obtido de <http://dx.doi.org/10.22410/issn.2176-3070.v9i1a2017.1289>.
- Bebchuk, L., & Neeman, Z. (2010). *Investor protection and interest group politics, Investor Protection and Interest Group Politics, vol. 23, s. 1089-1119*.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. . New York: Macmillan.
- Bogdan, R., & Biklen, S. (1994). *Investigação Qualitativa em Educação – Uma Introdução à Teoria e aos Métodos*. Porto Editora.

- Boundon, R. (1995). *Tratado de Sociologia*,. Ed. ASA.
- Cadbury. (1992). *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* .
- Cadbury. (1992). *The Financial Aspects of Corporate Governance*. Obtido de <http://cadbury.cjbs.archios.info/report>
- Cadbury, S. A. (2000). *The Corporate Governance*. Obtido de <http://doi.wiley.com/10.1111/1467-8683.00175>
- Cameron, K., & Quinn, R. (2006). *Diagnosing and Changing Organizational Culture Based on the Competing Values Framework*. São Francisco: Jossey Bass, 2006. ISBN 9780787982836.
- Campos, F. P., Rédua, T. S., & Alvareli, L. V. (2011). *A influência da cultura organizacional para o desempenho das organizações*. Janus, Lorena. Vol. 8, Nº 14, (2011), p.021-031.
- CMVM. (1999). *Relatório da CMVM sobre o Código do Governo das Sociedades*. Obtido de <http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes>
- Coates, J. C. (2007). *The goals and promise of the Sarbanes-Oxley Act*. . The Journal of Economic Perspectives, 91-116.
- Culpperpper, C. (2011). *Quiet politics and business power. Corporate control in Europe and Japan*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Dascalu, E. (2016). *Performance Management and Monitoring of Internal Audit for the Public Sector in Romania*. Economic Amphitheater.
- Davis, A. (2006). *Corporate Governance – Boas Práticas de Governo das sociedades*. Lisboa: Monitor Lda.
- Del Brio, E. B., Maia-Ramires, & Perote, J. (2006). *Corporate governance mechanisms and their impact on firm value*’.
- Diehl, A. A. (2004). *Pesquisa em ciências sociais aplicadas: métodos e técnicas*. São Paulo: Prentice Hall.
- Fadhilla, A. F., & Hapsoro, D. (2017). *Relationship Analysis of Corporate Governance, Corporate Social Responsibility Disclosure and Economic Consequences: Empirical Study of Indonesia Capital Market*. *The South East Asian Journal of*

<http://journal.ui.ac.id/index.php/tseajm/article/view/8526>

- Fadzil, F. H., Haron, H., & Jantan, M. (2005). *Internal auditing practices and internal control system*. Managerial Auditing Journal.
- Fenton, S., & Charsley, K. (2000). “*Epidemiology and sociology as incommensurate gain: Accounts from the study of health and ethnicity*” .
- Fernández, E. R., Gómez-Ansón, S., & Cuervo-García, Á. (2014). *The stock market reaction to the introduction of best practices codes by Spanish firms*’.
- Flick, U. (2004). *Uma introdução à pesquisa qualitativa (2ª edição)*. . Porto Alegre: Bookman.
- Friedland, R., & Alford, R. (1990). *Bringing society back in: Symbols, practices and institutional contradictions*. In W. Powell & P. DiMaggio (Eds.), *The new institutionalism in organization analysis*. . Chicago: University of Chicago Press.
- Gillan, S., & Starks, L. (1998). *A survey of shareholder activism: motivation and empirical evidence*. *Contemporary Finance Digest*.
- Gingerich, D. (2009). Varieties of capitalism and institutional complementarities in the political economy, *British Journal of Political Science*, vol. 39, nr 3, s. 449-482.
- Goddard, A. R., & Masters, C. (2000). Audit committees, cadbury code and audit fees: an empirical analysis of UK companies. *Managerial Auditing Journal*.
- González, J. S., & García-Meca, E. (2014). *Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets?* *Journal of Business Ethics*.
- Hair, J., Bush, R., & Ortinau, D. (2006). “*Marketing Research: Within a Changing Environment*” – *The McGraw-Hill Companies, Inc*.
- Hall, P., & Soskice, D. (2001). *Varieties of capitalism. The institutional foundations of comparative advantage*, *Oxford University Press, Oxford*.
- Handy, C. B. (1978). *Como Compreender as Organizações*. Rio de Janeiro: Zahar Editores.
- Hickson, D., & Pugh, D. (1995). *Management worldwide: The impact of societal culture on organizations around the globe*. . London: Penguin.

- Hofstede Insights*. (2020). Obtido de <https://www.hofstede-insights.com/country-comparison/portugal,spain/>
- Hofstede, G. (1991). *Culture and Organizations: Software of the Mind*. New York: McGrawHill. .
- Hofstede, G. H. *Culture's consequences: comparing values, behaviors, institutions, and organizations across nations*. 2. ed. Thousand Oaks, Calif. Sage Publications, 2001.
- Hungler, & Polit, D. B. (1995). *Fundamentação de Pesquisa de Enfermagem (3ª Edição)*. Porto. Alegre: Artes Médicas.
- Iwamoto, H. M. (2013). *Padrões culturais avaliativos de mineiros e maranhenses e suas implicações para a gestão: um estudo entre empregadores e empregados em palmas*. . São Paulo: Universidade Presbiteriana Mackenzie.
- Jensen, M., & Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jiraporn, P. (2006). *Shareholder rights, corporate governance, and Arthur Andersen*. *Journal of Applied Finance*.
- Keenan, M. (2015). *Research methods*. *Salem Press Encyclopedia*. Obtido de <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&dbAN=100259293&site=eds-live>
- Leovaridis, & Cismaru. (2014). *Characteristics of organization culture and climate in knowledge-intensive organizations*. *Romanian : Journal of Communicate and Public Relations*, vol 16, no 2 (32)/2014, Bucharest: Comunicare.ro, pp. 35-57.
- Lopes, A. (2010). *A Cultura organizacional em Portugal: de dimensão oculta a principal ativo intangível*. *Gestão e Desenvolvimento*, 17-18, 3-26.
- Lousã, E., & Gomes, A. (2015). *Avaliação da Cultura Organizacional: Adaptação e validação da versão portuguesa do Denison Culture Survey*. . *Revista Psychologica*, 50(2), 101 - 119.
- Machado, D. D., & Carvalho, C. E. (2008). *Cultural Typologies and Organizational Environment: A Conceptual Analysis*. *Latin American Business Review*, 91(1), 1-32.

- Mayoral, J. M., & Sanchez-Segura, A. (2008). *Gobierno corporativo y calidad de la información contable: evidencia empírica española*. Revista de Contabilidad - Spanish Accounting Review.
- Mesjasz, C. (2011). *Lad (nadzór) korporacyjny. Geneza, definicje i podstawowe problemy*, [w:] D. Dobija, I. Koladkiewicz (red), *Lad Korporacyjny*, Wolters Kluwer, Warszawa, s. 15-52. .
- Moreira, D. A. (2002). *O método fenomenológico na pesquisa*. São Paulo: Pioneira Thompson.
- Naor, K. L. (2010). *The globalization of operations in eastern and western countries: Unpacking the relationship between national and organization culture and its impact on manufacturing performance*. Journal of Operations Manage.
- Neves, J. (2000). *Clima organizacional, cultura organizacional e gestão de recursos humanos*. Lisboa: RH Editora.
- North, D. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge University Press, Cambridge.
- OCDE. (1999). *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*. Obtido de <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>
- OCDE. (2004). *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*. Obtido de <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>
- Oliveira, H. M. S. (2015). *A Estrutura Concetual da Informação Financeira e o Governo das Sociedades; Análise da relação entre as características das empresas cotadas em Portugal e da Informação Divulgada*. Vigo.
- Ooghe, H., & De Langhe, T. (2002). *The Anglo-American versus the Continental European corporate governance model: empirical evidence of board composition in Belgium*.
- Paschini, S. (2006). *Estratégia: alinhado cultura organizacional e estratégia de recursos humanos à estratégia de negocio: a contribuição efectiva de recursos humanos para a competitividade do negócio*. . Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Pérez, R. (2003). *La Gouvernance de l'Entreprise*". Paris: La Découverte.

- Peristian, N. C. (2013). *Prestigious stock exchanges: A network analysis of international financial centers*. . Journal of Banking & Finance, 37(5), 1543-1551.
- Prodanov, C. C., & Freitas, E. C. (2013). *Metodologia do Trabalho Científico: Métodos e Técnicas de Pesquisa e do Trabalho Acadêmico (2ªEdição)*. Brasil: Feevale.
- Quinn, R. E., & McGrath, M. R. (1985). *The Transformation of Organizational Cultures: A Competing Values Perspective*. . In: Organizational Culture, Newbury Park, CA: Sage.
- Reis, E. (1996). *Estatística descritiva*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Richardson, R. J. (1989). *Pesquisa social: métodos e técnicas*. São Paulo: Editora Atlas.
- Roe, M. (2003). *Political determinants of corporate governance. Political context, corporate impact*, Oxford University Press.
- Sainsaulieu, R. (1997). *Sociologia da empresa: Organização, cultura e desenvolvimento*. . Lisboa: Coleção Sociedade e Organizações.
- Salleh, A., & Ahmad, A. (2008). *Human governance: A paradigm shift in governing corporations*. . Kuala Lumpur: MPH Distributors Malaysia.
- Santos, V. D., & Candeloro, R. J. (2006). *Trabalhos Acadêmicos*. Porto Alegre: AGE.
- Schein, E. (1992). *Organizational culture and leadership (2ªEdição)*. . San Francisco: Jossey-Bass Publishers.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). *A survey of corporate governance*. The Journal of Finance.
- Smith, A. (1776). *The Wealth of Nations. A Penn State Electronic Classics Series Publication*.
- Stulz, R., & Williamson, R. (2003). *Culture, openness and finance*. Journal of Financial Economics, vol 70, s. 313-349.
- Tabara. (2007). *Control financiar si audit public*. Bucharest: Economica Publishing House.
- Trompenaars, F. (1994). *Nas Ondas da Cultura: Como entender a Diversidade Cultural nos Negócios*. . São Paulo: Educator.

- Vishny, & Shleifer. (1997). *A Survey Of Corporate Governance*. . The Journal of American Finance Association.
- Williamson, O. E. (1988). *Corporate finance and corporate governance*. . J. Finance 43, 567-591.
- Williamson, O. E. (2000). The new institutional economics: taking stock, looking ahead. J. Econ. Lit 38, 595-613.
- Yesil, S., & Kaya, A. (2013). *The Effect of Organizational Culture on Firm Financial Performance: Evidence From a Developing Country*. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*. .
- Yin, K. (2003). *Case study research: Design and methods* (3ªEdição). London.
- Yong, Y. (2012). *Influencing Mechanisms of Institutional Changes on the Organizational Culture of SOEs in China: The Case of Dongfang Turbine Co., Ltd (Doctor of Management)*. . ISCTE – Business School, Instituto Universitário de Lisboa, Lisboa.
- Zingales, L. (1997). *Corporate Governance*. National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge.