

ÍNDICE

	Págs.
<i>Nota Prévia</i>	7
ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, <i>Sociedades abertas</i>	9
CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, <i>Registo de valores mobiliários</i>	51
JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, <i>O novíssimo conceito de valor mobiliário</i>	139
HEINZ-DIETER ASSMANN, <i>Civil liability for the prospectus</i>	163
PAULO CÂMARA, <i>O Governo das Bolsas</i>	187
LUÍS MENEZES LEITÃO, <i>A responsabilidade civil do auditor de uma sociedade cotada</i>	229
PAULA MEIRA LOURENÇO, <i>Penhora e outros procedimentos de apreensão de valores mobiliários: implicações do novo regime da acção executiva</i>	241
FERNANDO CONCEIÇÃO NUNES, <i>Contas colectivas de valores mobiliários</i>	275
JOAQUIM DE SOUSA RIBEIRO, <i>Autonomia privada e atipicidade dos valores mobiliários</i>	295
ROBERTA ROMANO, <i>Less is more: making institutional investor activism a valuable mechanism of corporate governance</i>	313
PEDRO CASSIANO SANTOS e ANDRÉ FIGUEIREDO, <i>O mercado português da titularização de créditos: diversificação e maturidade</i>	357
UWE H. SCHNEIDER, <i>The computation of qualified participations according to the EU — Transparency Directive</i>	399
PAULA COSTA E SILVA, <i>O administrador independente</i>	417
MIGUEL GALVÃO TELES, <i>Unidroit preliminary Draft Convention on substantive rules regarding securities held with an intermediary — some comments</i>	427

O GOVERNO DAS BOLSAS

PAULO CÂMARA (*)

Assistente da Faculdade de Direito de Lisboa e Director da CMVM

SUMÁRIO: § 1.º Colocação do tema. § 2.º Evolução histórica das bolsas e da sua forma jurídica. § 3.º Vocação funcional e empresarialidade das entidades gestoras de bolsas. § 4.º Titularidade de participações sociais. § 5.º Administração

§ 1.º Colocação do tema

I — O início do século XXI confirmou a expansão da análise científica do governo das sociedades.

Essa análise revelou-se, antes do mais, como *fruto da necessidade*: os escândalos financeiros em sociedades cotadas de grande dimensão (Enron, Worldcom, Parmalat, entre outras) precipitaram uma crise de confiança nos mercados bolsistas; esta, por seu turno, ditou a emergência de um movimento reformista pontuado por diversas intervenções normativas.

De entre estas modificações normativas, destacou-se a lei norte-americana *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002*, aprovada após rápido processo legislativo em Julho desse ano, e usualmente referida como *Lei Sarbanes-Oxley*. O diploma, de importância indiscutível, mas igualmente com falhas causadas pelo contexto apressado da sua elaboração, serviu de catalisador de uma reflexão profunda sobre as técnicas e a extensão da intervenção normativa na governação societária. Os contributos científicos, provindos essencialmente das áreas do Direito e da sua análise económica, marcaram — e continuam a marcar — presença central no debate.

(*) As opiniões expressas no presente texto são-no a título exclusivamente pessoal.

II — A expansão do debate sobre o governo das sociedades comporta uma dupla vertente. Evidencia-se, em primeira linha, uma *expansão geográfica* desta discussão.

O tratamento dos problemas do governo das sociedades, se bem que encontre antecedentes claros em toda a evolução do direito das sociedades europeu, iniciou-se, nesse formato, nos Estados Unidos e no Reino Unido ⁽¹⁾. No entanto, mercê do carácter universal dos temas nesse âmbito apreciados, somado à influência dos mercados norte-americano e londrino e ao papel desempenhado por alguns textos internacionais de referência, entre os quais os Princípios da OCDE sobre Governo das Sociedades, essa problemática alcançou já, em definitivo, um estatuto global.

Indícios sintomáticos dessa internacionalização são as diversas intervenções produzidas em resposta ao contexto “pós-Enron”, quer na esfera interna, quer na esfera internacional.

Quanto às intervenções internas nos últimos dois anos, foram revistos os códigos de governo vigentes na Alemanha, Austrália, Brasil, Espanha, França, Japão, Suécia e Reino Unido, entre outros; em França e na Bélgica foram criados órgãos de fiscalização pública dos auditores, à imagem do norte-americano *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB) ⁽²⁾; em Itália, uma estimulante reforma legislativa foi aprovada em 2003 ⁽³⁾, acrescentando a possibilidade de uma estrutura de administração e de fiscalização baseada em comité de auditoria. Em Portugal, foi reprimida a tentação de intervenções legislativas precipitadas: houve, é certo, modificações regulamentares introduzidas pela CMVM, em reforço das exigências informativas anuais sobre aspectos de governação societária, embora na continuidade da disciplina pré-vigente ⁽⁴⁾; mas mantém-se a discussão, como tema em aberto, sobre o futuro do sistema nacional de fiscalização das sociedades cotadas em bolsa ⁽⁵⁾.

⁽¹⁾ PAULO CÂMARA, *Códigos de Governo das Sociedades*, *Cadernos MVM* n.º 15 (Dezembro 2002), 67-76.

⁽²⁾ Cfr, respectivamente, art. 4.º da Lei Belga de 2 de Agosto de 2002 e art. 100 da Lei Francesa sobre segurança financeira, datada de 1 de Agosto de 2003 [disponível em <http://ameli.senat.fr/publication_pl/2002-2003/166.html>].

⁽³⁾ Decretos-Legislativos n.ºs 5/2003 e 6/2003, aprovados em Janeiro de 2003.

⁽⁴⁾ Regulamento da CMVM n.º 11/2003, que promoveu alterações aos Regulamentos n.ºs 7/2001 e 11/2000.

⁽⁵⁾ Indicações sumárias do problema — que encontram novos dados perante a nova Proposta de alteração da 8.ª Directiva de Direito das Sociedades, sobretudo no seu

Em termos internacionais, saúda-se a revisão dos Princípios da OCDE, concluída em Maio de 2004, a chamar a atenção para o papel do enquadramento institucional geral e a acentuar a função da informação como instrumento decisivo para permitir o escrutínio das opções de governo pelo mercado ⁽⁶⁾. E no plano comunitário, merece salientar o Plano de Acção de Direito das Sociedades, aprovado pela Comissão Europeia em Maio de 2003 ⁽⁷⁾, que estabelece um programa de intervenções da União Europeia no domínio societário, com particular incidência nas sociedades cotadas em bolsa ⁽⁸⁾. Em sua concretização, várias iniciativas foram já desencadeadas no domínio específico do governo das sociedades, entre os quais a Proposta de modificação da 8.^a Directiva de Direito das Sociedades, a par das Recomendações sobre o Papel dos Administradores Não-Executivos e sobre a Remuneração dos Administradores ⁽⁹⁾, e de propostas de alterações às 4.^a e 7.^a Directivas societárias para impor, à escala europeia, uma responsabilidade solidária dos membros da administração por informação financeira e para obrigar à inclusão, nos documentos de prestação de contas, de uma declaração sobre a conformidade com o código de governo societário.

Paralelamente, é exponencial o aumento da produção doutrinária especializada no governo das sociedades — e os trabalhos de fôlego não são

art. 39.º — podem encontrar-se em PAULO CÂMARA, *A Actividade de Auditoria e a Fiscalização de Sociedades Cotadas — Definição de um Modelo de Supervisão*, Cadernos MVM n.º 16 (Dezembro 2002), 93-98.

⁽⁶⁾ De UWE SCHNEIDER, representante alemão no grupo de redacção da versão revista dos Princípios, pode consultar-se com proveito *Die Revision der OECD Principles of Corporate Governance 2004*, AG (2004), 429-434. O texto revisto dos Princípios encontra-se disponível em português em < <http://www.oecd.org/dataoecd/1/42/33931148.pdf> >.

⁽⁷⁾ EUROPEAN COMMISSION, *Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union — A Plan to Move Forward*, (Maio 2003).

⁽⁸⁾ JAAP WINTER, *EU Company Law at the Crossroads*, in GUIDO FERRARINI / KLAUS HOPT / JAAP WINTER / EDDY WYMEERSCH, *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford (2004), 3-20; JOÃO SOARES DA SILVA, *O Action Plan da Comissão Europeia e o Contexto do Corporate Governance no Início do Século XXI*, Cadernos MVM n.º 18 (2003), 72-80.

⁽⁹⁾ Recomendação da Comissão Europeia n.º 2005/162/CE, de 15 de Fevereiro de 2005, relativa ao papel dos administradores não-executivos de sociedades cotadas e aos comités de administração (JO L 52, 25.2.2005, 51-59), e Recomendação da Comissão Europeia n.º 2004/913/CE, de 14 de Dezembro de 2004, relativa à instituição de um regime adequado de remuneração dos administradores de sociedades cotadas (JO L 358, de 29.12.2004, 55-59).