

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA
FACULDADE DE DIREITO – ESCOLA DE LISBOA
MESTRADO EM DIREITO E GESTÃO



A ABERTURA DE CAPITAL NAS EMPRESAS FAMILIARES
A perspectiva do seu financiamento

João de Herédia da Cunha

ORIENTADORA: PROFESSORA DOUTORA RITA LOBO XAVIER

Lisboa, junho de 2022

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA
FACULDADE DE DIREITO – ESCOLA DE LISBOA
MESTRADO EM DIREITO E GESTÃO



A ABERTURA DE CAPITAL NAS EMPRESAS FAMILIARES
A perspectiva do seu financiamento

João de Herédia da Cunha

ORIENTADORA: PROFESSORA DOUTORA RITA LOBO XAVIER

Lisboa, junho de 2022

Palavras-chave: abertura de capital; IPO; financiamento; empresa familiar; empresa familiar emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado; CVM; Portugal

ÍNDICE

Lista de Siglas e Abreviaturas	5
1. Introdução	6
2. Empresas Familiares	8
2.1. Caracterização das Empresas Familiares	8
2.1.1. Definição	8
2.1.2. Estrutura	10
2.1.3. A Luz e a Sombra - Fortalezas e Debilidades Decorrentes das Características das Empresas Familiares.....	14
2.2. Caracterização do Financiamento das Empresas Familiares	15
3. A Abertura de Capital em Bolsa nas Empresas Familiares	20
3.1. Vantagens e Inconvenientes da Abertura do Capital em Bolsa	20
3.2. O Processo de Cotação em Bolsa	26
3.3. O Mercado de Capitais Português.....	28
3.4. As Alterações ao Código dos Valores Mobiliários com Vista a um Mercado de Capitais mais Atrativo	30
3.5. Um Mercado de Capitais mais Atrativo para Empresas Familiares	33
4. A Adoção de Medidas de <i>Corporate Governance</i> e de <i>Family Governance</i> Previamente à Abertura do Capital em Bolsa	37
4.1. <i>Corporate Governance</i>	39
4.2. Órgãos da Sociedade – O Conselho de Administração	41
4.3. <i>Family Governance</i>	46
4.3.1. Órgãos da Família.....	48
4.3.2. Protocolo Familiar	51
5. Conclusão	54
Bibliografia	58

Lista de Siglas e Abreviaturas

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

IPCG – Instituto Português de Corporate Governance

IPO – Initial Public Offering

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OPA – Oferta Pública de Aquisição

1. Introdução

O presente trabalho pretende analisar as Empresas Familiares e as suas necessidades de financiamento, demonstrando que, se a empresa quer crescer e internacionalizar-se, terá de recorrer a fontes de capital diferentes da retenção dos lucros ou dos empréstimos bancários e que a abertura do capital social da sociedade titular da empresa, designadamente através de uma Oferta Pública Inicial - IPO na sigla inglesa - (IPO), é uma alternativa viável e pode mesmo ser uma opção essencial para que consiga tornar-se cada vez mais competitiva, mantendo, ainda assim, a sua natureza familiar.

Uma vez que esse caminho pressupõe uma sociedade emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, será necessário que a empresa esteja constituída sob a forma jurídica de sociedade anónima, ponto que damos por assente sem mais desenvolvimentos.

Neste trabalho, teremos em conta as particularidades das Empresas Familiares, os diferentes ciclos de vida das mesmas, bem como os desafios que enfrentam e, tendo em conta essas particularidades, analisar-se-ão as especificidades do respetivo financiamento, sobretudo na ótica do recurso a um IPO como forma de financiamento.

Procurar-se-á, ainda, anunciar os aspetos mais relevantes do IPO para compreender os desafios que uma operação desta natureza coloca no contexto de uma Empresa Familiar.

E, finalmente, identificar-se-ão os novos mecanismos legais que resultam das recentes alterações ao CVM bem como as medidas de *corporate governance* e de *family governance* que, a nosso ver, devem ser concretizadas na fase da abertura do capital da sociedade titular de uma Empresa Familiar previamente à realização dessa operação, evidenciando a importância que a adoção de tais medidas tem no contexto dessa operação como garantia do seu sucesso.

Sempre que neste trabalho nos referirmos à família, estaremos a considerar a família acionista da sociedade detentora da Empresa Familiar na sua fase inicial. “*Neste contexto, o termo família não é usado em sentido jurídico, ou seja, não remete para as*

relações jurídico-familiares referidas no art. 1576.º do CC, mas em sentido corrente e muito alargado, muitas vezes envolvendo amigos íntimos, empregados e funcionários que são tratados como pessoas da família.”¹

¹ XAVIER, Rita Lobo, *Sucessão familiar na empresa, A empresa familiar como objeto da sucessão mortis causa*, Católica Editora Porto, 2017, pp. 67 e 68

2. Empresas Familiares

2.1. Caracterização das Empresas Familiares

2.1.1. Definição

Como ponto de partida da nossa análise, a definição de Empresa Familiar é tida por nós como extremamente relevante.

A definição deste tipo de empresas tem um passado histórico amplamente desenvolvido e debatido, que conduziu ao surgimento de inúmeras definições², sendo que a principal razão para a dificuldade na sua delimitação se prende com o facto de não haver um único modelo de Empresas Familiares e de existir uma multiplicidade de empresas que se podem reconduzir a esse conceito, que apresentam estruturas e dinâmicas muito diversas, que se integram em diferentes indústrias, que têm dimensões díspares e que se encontram-se em fases de desenvolvimento distintas.

RITA LOBO XAVIER, refere-se “à empresa como organização de meios produtivos”, salientando que o nosso ordenamento jurídico não consagra uma definição de Empresa Familiar, justificando essa realidade com o facto de não estar em causa uma categoria jurídica própria. Centrando-se na ótica da propriedade e do controlo, a Autora considera que estamos perante uma Empresa Familiar nos “*casos em que uma família, ou os membros de uma mesma família, são titulares do direito de propriedade sobre a empresa ou sobre a totalidade ou parte das participações na sociedade que é titular da empresa, de modo a poder determinar a orientação da sua gestão e a influenciar a sua estratégia.*” A mesma autora procura ainda definir o conceito de *Família Empresária*, na medida em que são os mesmos que, de forma direta ou indireta, são os titulares da empresa. Assim, estamos perante uma *Família Empresária* quando “*algum ou alguns dos seus membros é ou são fundadores de uma empresa, ou titular/es de uma sociedade que desenvolve uma determinada atividade empresarial, e que pretenderá/ão naturalmente*

² Segundo o estudo *Overview of family-business-relevant issues: research, networks, policy measures and existing studies*, European Commission, November 2009, é possível identificar mais de 90 definições de Empresas Familiares.

*manter essa titularidade, pelo menos em termos de posição de controlo, e transmiti-la às gerações futuras.”*³

Segundo explica IMANOL BELAUSTEGUIGOITIA, a maioria dos autores tende a definir Empresas Familiares associando-as a uma ideia de controlo acionista e de controlo da direção da empresa por parte da família. Para este Autor, a Empresa Familiar é, de facto, uma organização controlada e operada pelos membros da família, mas, acima de tudo, é uma empresa com alma na medida em que o coração da família se encontra na empresa⁴. E, com efeito, neste tipo de instituições encontramos um elo de ligação grande entre a família e a empresa e isso é algo que definitivamente as distingue das restantes empresas.

Perante a existência de uma multiplicidade doutrinal de definições e identificada a necessidade de compreender a realidade específica das Empresas Familiares, as suas características e as suas necessidades, a Comissão Europeia procurou encontrar uma definição que fosse simples, clara e de fácil aplicação e que permitisse elaborar estatísticas relativas a este tipo de empresas que servissem para os diferentes países.

Assim, em resultado desse trabalho, surgiu uma definição que considera como Empresa Familiar aquela em que, independentemente da sua dimensão, estiverem reunidos os seguintes requisitos: **1)** A maioria dos poderes de decisão forem detidos por uma pessoa singular, seja ela o fundador ou um subsequente adquirente ou pelo seu cônjuge, ascendentes ou descendentes; **2)** A detenção da maioria desses direitos for direta ou indireta; **3)** Pelo menos um representante da família esteja representado na gestão ou direção da empresa; **4)** No caso de serem sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, a pessoa singular, seja ela o fundador ou o adquirente, ou os seus familiares detiverem pelo menos 25% dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade.⁵

³ XAVIER, Rita Lobo, *Sucessão familiar na empresa, A empresa familiar como objeto da sucessão mortis causa*, Católica Editora Porto, 2017, pp. 17-19

⁴ BELAUSTEGUIGOITIA, Imanol, *Empresas familiares: dinámica, equilibrio y consolidación*, Cuarta edición, Mc Graw Hill Education, 2017 p. 41

⁵ *Overview of family-business-relevant issues: research, networks, policy measures and existing studies*, European Commission, November 2009, p. 10

2.1.2. Estrutura

Também muitos foram os modelos que foram desenvolvidos para explicar a dinâmica que caracteriza as Empresas Familiares com o objetivo de tornar mais fácil a sua compreensão e permitir encontrar soluções que assegurem que a manutenção do controlo pela família.

Com esse propósito, IMANOL BELAUSTEGUIGOITIA desenvolveu o modelo que denominou de equilíbrio entre a empresa e a família, demonstrando a relação que existe entre várias dimensões, sendo estas as dimensões da propriedade, da empresa e da família, dando particular relevância à primeira. Fazendo a analogia com uma embarcação, este Autor ilustra alguns dos dilemas que estas organizações podem enfrentar quando, simultaneamente, procuram satisfazer as necessidades da empresa e as necessidades da família, fazendo referência a que o comandante destas embarcações enfrenta a árdua tarefa de levar o barco a bom porto, tentando encontrar soluções que impeçam que aquele ande à deriva. Segundo o mesmo Autor, é, desde logo, de extrema importância que a tripulação e o capitão se ponham de acordo sobre qual o destino da embarcação e sobre quais as estratégias a adotar para que o barco consiga chegar ao destino, considerando que, por vezes, o comandante tem de dar mais atenção a um lado do barco, satisfazendo as suas pretensões, mas que não poderá desequilibrar a embarcação de forma a que entre água pelo outro lado sob pena de essa situação poder ser fatal para a embarcação, determinando que vá ao fundo.⁶

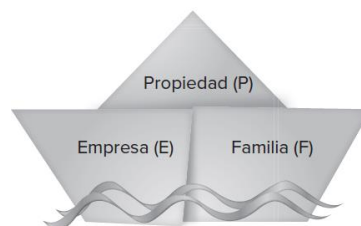


Figura 1: Modelo de equilíbrio entre empresa e família⁷

Outros modelos destinados a explicar a dinâmica que caracteriza as Empresas Familiares foram desenvolvidos, sendo o mais divulgado o dos três círculos,

⁶ BELAUSTEGUIGOITIA, Imanol, Empresas familiares: dinámica, equilibrio y consolidación, Cuarta edición, Mc Graw Hill Education, 2017, pp.3-8

⁷ *Ibidem*, p.4

correspondentes à Empresa, à Família e à Propriedade criado, por RENATO TAGIURI e JOHN DAVIS. Para estes Autores, é a interação de três círculos que permite explicar as dinâmicas vividas numa Empresa Familiar, distinguindo-a das restantes empresas. Consideram estes autores que, numa Empresa Familiar, podemos identificar o subsistema da empresa e o subsistema da família, mas que o elemento da propriedade também se torna essencial para a definição dos interesses e o papel dos membros da família dentro da empresa. Este modelo representa esses três subsistemas interligados (Empresa, Propriedade e Família) e conclui que dele resultam 4 zonas interligadas e 3 zonas independentes. Através desta organização, fica patente a origem dos conflitos, as prioridades de cada um e a necessidade de criar uma cultura de valores e de transparência entre os vários intervenientes que permita “remar para o mesmo lado”.

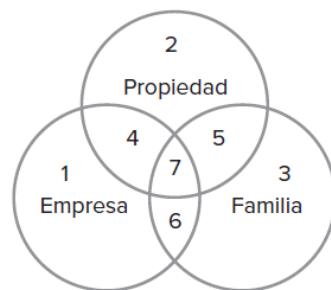


Figura 2: Modelo dos três círculos de uma Empresa Familiar⁸

Na explicação da estrutura das Empresas Familiares, e como contributo para a compreensão do seu tipo de organização, releva também fazer referência às fases de crescimento que lhes são características. Mas, antes de avançar para a sua explicação, devemos deixar claro que nem todas as Empresas Familiares percorrem todas estas fases, seja porque não tiveram a capacidade de manter a empresa saudável e esta desapareceu, seja porque, entretanto, a família considerou como melhor solução vender o negócio, desaparecendo a sua natureza familiar. Não obstante, podem ser identificadas três fases típicas do crescimento das Empresas Familiares, sendo que a primeira é a fase do proprietário controlador, a segunda é a fase da parceria de irmãos e a terceira é a fase do consórcio de primos.⁹

⁸ *Ibidem*, p.11

⁹ IFC, *IFC Family Business Governance Handbook* (2018), pp.14, in https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/2c93b2cb-dec6-4819-9ffb-60335069cbac/Family_Business_Governance_Handbook.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mskqtDE

A etapa do proprietário controlador, que, como se referiu, corresponde à primeira fase de crescimento, é aquela na qual a empresa começa a criar a sua identidade e os valores que lhe são característicos. Nesta fase, tendo presente o modelo dos três círculos a que fizemos referência, os três subsistemas encontram-se concentrados na pessoa do fundador que, através de um enorme compromisso, procura criar uma instituição que possa ser transmitida aos seus descendentes. Nesta fase, um número limitado de membros da família costuma participar na empresa, pelo que, nesta fase, a empresa deverá ter uma estrutura de *corporate governance* simples e, se quer que a empresa passe para as gerações seguintes, o fundador deve preocupar-se, acima de tudo, em assegurar a transmissão dos valores e da ideia de negócio e em trabalhar na preparação de um processo de sucessão bem planeado e eficaz, que passa por trazer os seus herdeiros para junto de si como forma de estes conseguirem compreender os valores que o fundador incutiu na organização.¹⁰

A segunda fase da parceria de irmãos ocorre após a morte ou reforma do proprietário fundador quando os seus herdeiros assumem o controlo da empresa, e, por norma, caracteriza-se por um aumento no número de membros da família envolvidos no negócio e pela necessidade de partilhar decisões estratégicas. Tais circunstâncias impõem novos desafios que exigem que o modelo de *corporate governance* se torne mais complexo tendo em vista a manutenção de uma harmonia entre os irmãos. Assim, nesta fase, devem ser introduzidos e implementados procedimentos de negócio na empresa e estabelecidos canais eficientes de comunicação entre os vários membros da família.¹¹ Nesta fase, as medidas de *corporate governance* devem ser as adequadas a facilitar essa harmonia e a assegurar a manutenção do rumo da empresa, nomeadamente estabelecendo mecanismos que permitam a partilha de decisões estratégicas e que permitam preparar atempadamente a sucessão dos lugares elementares da empresa.¹²

Se a família conseguir manter a empresa durante esta segunda fase, será atingida a última etapa do seu crescimento como Empresa Familiar, identificada como a fase do consórcio de primos. Esta última fase é conhecida por ser a mais complexa na medida em

¹⁰ *Ibidem*, p.15

¹¹ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de governo das sociedades*, 2017, p. 41

¹² BELAUSTEGUIGOITIA, Imanol, *Empresas familiares: dinámica, equilibrio y consolidación*, Cuarta edición, Mc Graw Hill Education, 2017, p.188

que o número de membros da família, em princípio, volta a aumentar, podendo o mesmo ser considerável, sendo a fase em que o modelo dos três círculos se aplica na sua plenitude.

Nesta terceira fase, normalmente, coexistem na empresa familiares acionistas que não trabalham na empresa com familiares acionistas que trabalham na empresa e, muitas vezes, também funcionários que são, ainda, também seus proprietários. Por outro lado, acontece com frequência que, nesta fase, convivam na empresa diferentes gerações, o que pode conduzir a um choque de visões para a empresa.

De qualquer das formas, o facto de a família ter conseguido que a empresa chegasse a esta fase é, em si mesmo, indiciador de que, em princípio, nela já terão sido introduzidas algumas práticas necessárias a assegurar esse objetivo e que a Empresa Familiar já tem uma visão e determinados valores intrínsecos que a caracterizam. Para persistir como Empresa Familiar é, então, de elementar importância que se consiga partilhar a visão e os valores com as restantes gerações. Regra geral, os principais desafios que as Empresas Familiares costumam enfrentar nesta terceira fase prendem-se com a definição das políticas de emprego dos membros da família, dos direitos acionistas, da política de dividendos, da possibilidade de transmissão das participações accionistas da família, da definição do papel dos membros da família na gestão da empresa, da resolução de conflitos e de métodos de definição, alteração e partilha da informação relativa à empresa como mecanismos de transmissão e consolidação da visão e da missão familiar.¹³

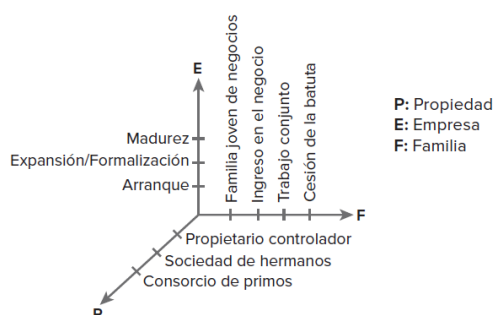


Figura 3: Modelo evolutivo tridimensional¹⁴

¹³ IFC, IFC Family Business Governance Handbook (2018), p.15

¹⁴ BELAUSTEGUIGOITIA, Imanol, Empresas familiares: dinámica, equilibrio y consolidación, Cuarta edición, Mc Graw Hill Education, 2017, p.12

2.1.3. A Luz e a Sombra - Fortalezas e Debilidades Decorrentes das Características das Empresas Familiares

Abordados já alguns dos aspetos que caracterizam as Empresas Familiares, podemos também identificar algumas fortalezas e debilidades que lhes são específicas, o que é fundamental, pois, só as conhecendo, poderemos retirar o maior valor possível para a empresa das vantagens e desenvolver estratégias que permitam enfrentar os aspetos mais negativos, impedindo que estes produzam um impacto nocivo na empresa. Só cientes das suas fortalezas e debilidades conseguem as Empresas Familiares chegar à almejada terceira fase do seu crescimento, mantendo o barco à tona e seguindo para um rumo certo.

Como principais fatores positivos, salienta-se que as Empresas Familiares se caracterizam por primar pela existência de um enorme compromisso por parte dos seus acionistas, por uma partilha de conhecimentos e de valores entre gerações e pela existência de confiança e de orgulho associados ao nome e à identidade da empresa.¹⁵ Na verdade, em circunstâncias de normalidade, estamos perante uma realidade que envolve relações de afeto entre os membros da família e as diferentes gerações, que vão acompanhando o crescimento do negócio, percebem a dedicação que sobre ele é posto e ganham admiração e vontade em fazer parte da empresa com a qual se identificam, considerando que nela podem aprender e acrescentar valor ao projeto da sua família. Orgulhosos daquilo que lhes foi transmitido, querem melhorar a qualidade da oferta ao mercado, procurando prosperar a imagem da família.

Já como desvantagens típicas principais, temos a complexidade da sua governação, o nepotismo, a inexistência de práticas e procedimentos, a resistência à mudança e a falta de disciplina relativamente a assuntos de extrema relevância, como é o caso do planeamento da sucessão. Na verdade, verifica-se que muitas das Empresas Familiares são comandadas por membros da família, independentemente da sua vocação, interesse ou capacidade para tal, o que pode afetar o sucesso da mesma. Tais características, que identificamos como negativas, são, em si mesmas, aptas a conduzir a maus resultados para a empresa e, habitualmente, determinam uma enorme dificuldade em reter talento e em contratar profissionais especializados, pois estes não se vão sentir

¹⁵ IFC, *IFC Family Business Governance Handbook* (2018), p.13

valorizados numa estrutura desse tipo. Assim, por força da existência do subsistema da família, as Empresas Familiares acabam por ter de enfrentar um conjunto de desafios que lhes são característicos e que não se colocam às restantes empresas.

A Associação Portuguesa de Empresas Familiares identificou as seguintes principais características de sucesso das Empresas Familiares: **1)** Compromisso entre Família e a Empresa; **2)** Perceção da continuidade e gestão mais equilibrada; **3)** Manutenção de relações interpessoais de confiança e duradouras com os *stakeholders* - mercado, bancos, clientes, fornecedores, colaboradores e comunidade em que operam; **4)** Continuidade do conhecimento; **5)** Capacidade de transmitir os valores familiares para a atividade empresarial; **6)** Confiabilidade e importância da reputação; **7)** Flexibilidade e agilidade na tomada de decisões e capacidade para lidar com ciclos negativos. Por outro lado, essa mesma entidade apontou os seguintes principais desafios a que este tipo de empresas está sujeito: **1)** Profissionalização da gestão; **2)** Desenvolvimento de um modelo de *corporate governance* eficaz; **3)** Criação de um plano de sucessão - preparação da geração seguinte.¹⁶

Deve, ainda, acrescentar-se que as Empresas Familiares caracterizam-se por ter uma certa estabilidade a nível da permanência dos membros dos órgãos executivos, mas também por existir uma proximidade da família com a gestão.

2.2. Caracterização do Financiamento das Empresas Familiares

No que respeita ao seu financiamento, por ter sido normalmente conduzida com a perspectiva de que o negócio não só prospere no momento, mas, acima de tudo, se mantenha para as próximas gerações, as Empresas Familiares caracterizam-se por ter uma certa estabilidade a nível dos investimentos que são feitos, por estes serem planeados e os respetivos riscos acautelados de forma a que se consiga alcançar um crescimento sustentado, seguindo uma estratégia de longo prazo. Nestes termos, as Empresas Familiares evidenciam uma certa aversão ao risco, sobretudo da perspectiva da possibilidade de perda do controlo por parte da família, tendendo a reinvestir os lucros.¹⁷

¹⁶ Associação das Empresas Familiares, “Dossier de apresentação”, in <https://empresasfamiliares.pt/wp-content/uploads/2020/09/20200916-Dossier-Apresentacao-FINAL.pdf>

¹⁷ BELAUSTEGUIGOITIA, Imanol, Empresas familiares: dinámica, equilibrio y consolidación, Cuarta edición, Mc Graw Hill Education, 2017, p. 46

Assim, a sua fonte de financiamento começa por ser a família e as Empresas Familiares tendem a, de alguma forma, reservar capital para conseguir investir na sua atividade.

Por outro lado, três vertentes diferentes condicionam a procura de outras opções de financiamento por parte das Empresas Familiares. Na opinião de EDUARDO GENTIL¹⁸, no que respeita a essa matéria, tais empresas têm de conciliar três forças fundamentais, que são a necessidade de obter capital para fazer face ao crescimento da empresa exigido para que o negócio possa prosperar, a necessidade de liquidez para permitir assegurar retorno para os seus acionistas e, por fim, o desafio da manutenção do controlo da empresa, sendo este último fator aquele que diferencia a Empresa Familiar das restantes empresas.

No mesmo sentido, veja-se o relatório do Barómetro Europeu de Empresas Familiares de 2019, elaborado em colaboração pela *European Family Business* e *KPMG Enterprise*, segundo o qual a vontade de que haja um envolvimento da família nos negócios e um desejo de que a família mantenha o controlo sobre os mesmos, geram implicações sobre as decisões de financiamento¹⁹. Numa empresa que não seja de cariz familiar, a terceira força indicada não tem a mesma relevância.

Um dos principais desafios das Empresas Familiares em matéria de financiamento é, por conseguinte, o de adotar estratégias que permitam não perder o equilíbrio entre as referidas três forças ao longo das gerações.

Segundo o relatório a que fizemos referência, a principal fonte de financiamento do investimento realizado pelas Empresas Familiares é a retenção de lucros, seguida de empréstimos ou financiamentos bancários, seguida de aporte de capital ou de um

¹⁸ Entrevista a Eduardo Gentil, especialista em gestão financeira de Empresas Familiares e sócio da Cambridge Advisors to Family Enterprise, in <https://experience.hsm.com.br/posts/abertura-de-capital-nas-empresas-familiares>

¹⁹ European Family Business e KPMG Enterprise, “Barómetro Europeu de Empresas familiares de 2019” in <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pt/pdf/kpmg-barometro-europeu-empresas-familiares-2019.pdf>

empréstimo pessoal ou familiar à empresa, recorrendo essas empresas ainda a alianças industriais.

O mesmo relatório evidencia, ainda, que, embora a informação possa sugerir que as Empresas Familiares estão disponíveis para diversificar fontes de financiamento, apenas 18% das empresas inquiridas responderam ponderar recorrer a financiamentos por meio de capitais próprios ou através de empréstimos de parceiros externos e só 8% escolheriam recorrer ao mercado de capitais como forma de financiamento.²⁰

Assim, por força das suas características próprias e, nomeadamente, da já aludida aversão ao risco e do receio de abrir o capital a elementos externos à família, as Empresas Familiares são tradicionalmente empresas de capital fechado, demonstrando uma postura mais cautelosa na forma como habitualmente se financiam, acabando por apresentar níveis superiores de dívida.²¹ Ora, isso pode limitar a sua capacidade de crescimento.

À medida que a empresa cresce (e a família também cresce, normalmente mais rápido do que a empresa), a necessidade por capital tem tendência a aumentar, principalmente quando a família e as oportunidades de crescimento são grandes e haja que fazer face ao retorno acionista e, simultaneamente, ao desenvolvimento da atividade, sobretudo, quando surgem oportunidades de negócio que exigem avultados investimentos. E essas exigências de capital, geralmente, excedem os recursos financeiros de uma empresa privada.²²

Com efeito, a evolução da empresa do proprietário fundador para a sociedade entre irmãos e, subsequentemente, para o consórcio de primos, determina que a

²⁰ *Ibidem*

²¹ OECD (2020), “*Improving access to capital for Portuguese companies: A survey of unlisted companies*”, OECD Capital Market Series, Paris – Resulta do mesmo que 85% das empresas questionadas consideram que os fundos internos, na forma de retenção de lucros, são a sua principal fonte de financiamento, com 80% a responder que a disponibilidade de fundos internos afeta positivamente os seus planos de investimento. Em segundo lugar na sua lista de preferências, surgem os financiamentos bancários, onde as mesmas apontam os baixos custos dos empréstimos e o facto de já existir uma relação de confiança com os bancos como a principal razão para escolherem esta fonte de financiamento. Apesar de estas empresas considerarem que o financiamento através do capital próprio pode surgir como uma alternativa, a grande maioria das mesmas indicaram que não consideram a possibilidade de se listarem na bolsa.

²² Entrevista a EDUARDO GENTIL, especialista em gestão financeira de Empresas Familiares e sócio da Cambridge Advisors to Family Enterprise, in <https://experience.hsm.com.br/posts/abertura-de-capital-nas-empresas-familiares>

necessidade de capital aumente bastante, o que leva a Empresa Familiar a ter de procurar alternativas de financiamento com recurso a capital externo, ganhando relevância a procura de fontes alternativas de capital.

O recurso a capital externo surge, assim, como indispensável para reequilibrar as referidas três forças que condicionam a procura de opções de financiamento por parte das Empresas Familiares, permitindo satisfazer a liquidez que alguns acionistas precisam, conciliar com a manutenção do controlo e assegurar os investimentos que a empresa requer.

Desde logo, o acesso a capital externo torna-se mais fácil se estiverem definidas políticas internas na empresa, nomeadamente em matéria de dividendos, de estrutura de capital, de regras de acesso a capital externo e de critérios para o investimento e o alinhamento destas.²³

Mas, importa, ainda, referir que o capital externo disponível para que as empresas se financiem têm objetivos e funções diversas e enquanto algumas fontes de financiamento fazem mais sentido numa lógica de financiamento de curto prazo, outras serão mais adequadas para fazerem face a investimentos de mais longo prazo, sobretudo quando exista alguma incerteza quanto aos resultados desse investimento.

Na realidade portuguesa, os bancos sempre tiveram um papel essencial no financiamento do setor económico e a dependência das empresas de dívida de curto prazo é relativamente alta, comparativamente com outras economias europeias.²⁴ No entanto, regra geral, os empréstimos bancários têm limitações que advêm, desde logo, de habitualmente só poderem ser obtidos se a empresa prestar uma garantia, nomeadamente, uma hipoteca sobre um imóvel. Além disso, recorrendo ao financiamento bancário, a empresa fica exposta às variações das condições do crédito.²⁵ Por outro lado, o financiamento bancário poderá não ser o mais adequado para fazer face a investimentos

²³ Entrevista a EDUARDO GENTIL, especialista em gestão financeira de Empresas Familiares e sócio da Cambridge Advisors to Family Enterprise, in <https://experience.hsm.com.br/posts/abertura-de-capital-nas-empresas-familiares>.

²⁴ OECD (2020), “*Improving access to capital for Portuguese companies: A survey of unlisted companies*”, OECD Capital Market Series, Paris, p.9

²⁵ *Ibidem*, p.29

cujo resultado é incerto, como pode acontecer quando a empresa pretenda investir em pesquisa e inovação ou estiver focada na internacionalização, onde o investimento necessário poderá não ser compatível como uma dívida de prazo de reembolso determinado, normalmente de curto prazo, que caracteriza o financiamento bancário.²⁶E, por isso, teremos que concluir que essa fonte de financiamento limita em larga escala o tipo de investimento e o risco que a empresa poderá assumir.

A verdade é que a opção pelo recurso a capitais externos apenas pelas vias de financiamento que se indicaram, poderá nem sempre servir os interesses da empresa, limitar os seus investimentos e levar a que a empresa se retraia no momento de investir em projetos que exijam investimentos de longo prazo ou de maior risco, como é, por exemplo, o caso do desenvolvimento de atividades de pesquisa e inovação.

²⁶ OECD (2015), “*Growth companies, access to capital markets and corporate governance*”, OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, p.4

3. A Abertura de Capital em Bolsa nas Empresas Familiares

3.1. Vantagens e Inconvenientes da Abertura do Capital em Bolsa

É neste contexto que surge a relevância do modelo de financiamento que resulta da abertura do capital social da sociedade detentora da Empresa Familiar através da realização de um IPO em bolsa, que permite captar recursos a baixo custo para financiar a atividade e a expansão do negócio, em alternativa ao recurso a empréstimos bancários, sem que os proprietários tenham de investir do seu próprio bolso.

O IPO implica a abertura do capital social de uma sociedade anónima e consiste na primeira venda ao público em bolsa de ações da sociedade. Regra geral, através de uma oferta pública de subscrição, novas ações da sociedade emitente são disponibilizadas no mercado para que investidores indeterminados as possam adquirir, passando a empresa a ter as suas ações admitidas à negociação em mercado regulamentado.²⁷

Emitindo novas ações e disponibilizando-as no mercado, através de uma oferta pública de subscrição, os anteriores acionistas cedem parte do capital social da sociedade detentora da empresa a investidores externos e com esta operação obtêm financiamento para os objetivos societários que tiverem sido previamente delineados.

O mercado de capitais sempre foi visto como a ferramenta que junta a vontade da empresa de se financiar através do capital próprio com a vontade dos investidores que procuram por oportunidades de investimento. Nesse sentido, o mercado de capitais surge como uma alternativa de financiamento que permite dar liquidez à empresa e obter capital muitas vezes necessário a um crescimento sustentado.

Além disso, comparativamente com outras fontes de capital, esta forma de financiamento, por permitir obter capital próprio, é a mais adequada para que a empresa possa abordar investimentos de longo prazo²⁸ ou mais arriscados, cujos resultados se verificam num horizonte temporal superior ou são incertos, como poderá ser,

²⁷ *Global Legal Insights – Initial Public Offerings Laws and Regulations 2021 | Portugal*, in <https://www.globallegalinsights.com/practice-areas/initial-public-offerings-laws-and-regulations/portugal>

²⁸ OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, “*Direito de Voto nas Sociedades Cotadas, Da Admissibilidade de Categorias de Ações com Direito de Voto Plural às L Shares*”, RDS VII (2015), 2 435-470, p. 437

nomeadamente, o caso já referido de investimentos em pesquisa e inovação.²⁹ Nessa medida, o financiamento através da entrada em bolsa da sociedade no mercado de capitais pode mesmo ser uma condição prévia ao investimento nas áreas de maior desenvolvimento e crescimento.

Pronunciando-se em comentário ao artigo 279.º do CSC que regula a constituição da sociedade anónima com recurso a subscrição pública, GABRIELA FIGUEIREDO DIAS refere que a subscrição pública das ações surge quando os promotores não estão em condições de subscrever a totalidade do capital social da sociedade ou de assumir sozinhos o risco do investimento e pretendem, através do recurso à subscrição pública recolher os fundos necessários junto de um número indeterminado de potenciais accionistas, com eles repartindo à partida os custos do arranque da sociedade e, subsequentemente, o risco do investimento e do exercício da atividade da sociedade³⁰.

Essa mesma autora acrescenta, ainda, que *“A constituição das sociedades anónimas com apelo a subscrição pública permite, ainda, no entanto, uma vantagem adicional aos seus promotores: estes, enquanto accionistas empresários (e não meramente financeiros), conseguem, através deste expediente, a reunião das quantidades de capital necessário para o “arranque” da sociedade sem, com isso, perderem a possibilidade de serem eles a definir ou a influenciar de forma decisiva os objetivos e as políticas societárias e, inclusivamente, a sua gestão.*

Tal vantagem emerge do próprio processo de constituição da sociedade com apelo a subscrição pública, que pressupõe que os respetivos promotores possuam, no momento da oferta pública das ações a serem subscritas pelo público, uma conceção rigorosa da sociedade, vertida num projeto de contrato de sociedade, sendo, por conseguinte, a eles que assiste o direito e o dever de definir o objeto, estrutura de governo, financiamento, estratégias e políticas societárias. De acordo com este mecanismo, a constituição da sociedade através de subscrição pública pressupõe ou realiza-se, mediante uma oferta pública, através da qual se dá a conhecer aos potenciais investidores o projeto societário

²⁹ OECD (2015), “Growth companies, access to capital markets and corporate governance”, OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, p.4

³⁰ DIAS, Gabriela Figueiredo, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, Almedina, novembro de 2013, pp. 116 e seguintes

ao qual estes últimos se limitam a aderir, geralmente sem margem para influenciar o conteúdo e os termos desse projeto pré-definido pelos promotores.

Trata-se, assim, de uma mera adesão do público investidor a esse projeto, que se concretiza no ato de subscrição e na realização das entradas, preenchendo o valor de emissão das ações subscritas, permitindo aos promotores colocar em marcha o seu projeto societário com recurso ao financiamento dos restantes acionistas, mas sem diluição do seu poder empresarial, isto é, de definição dos principais vetores da sociedade a constituir por eles concebidos e projetados.”

A propósito do financiamento através da entrada em bolsa da sociedade no mercado de capitais também é particularmente relevante o testemunho de António Rios de Amorim, CEO da Corticeira Amorim, segundo o qual foi com a entrada da terceira geração que se deu o grande crescimento da empresa e se tornaram líderes da transformação mundial de cortiça, processo que demorou quase trinta anos a implementar e que exigiu a definição de uma política que visasse a internacionalização da empresa e que permitisse a esta controlar os canais de distribuição nos principais mercados de consumo dos produtos de cortiça. Segundo esse testemunho, em 1988, decidiram cotar a empresa em bolsa, tendo esse passo sido absolutamente decisivo para o processo de internacionalização da empresa, que se iniciou nesse ano, e para o reforço da estrutura de capitais próprios da empresa, através da dispersão de parte significativa do capital em bolsa. Com a execução dessa operação, conseguiram obter capacidade financeira para começar a adquirir empresas e estabelecer filiais de distribuição nos principais países relacionados com o setor. Mais tarde, a empresa enfrentou um dos seus principais desafios até hoje, quando o surgimento dos vedantes alternativos teve grande aceitação noutros países e abalou toda a estrutura de suporte da indústria da cortiça, que é a rolha, e ameaçou o desenvolvimento do negócio. Apesar de enfrentarem tempos atribulados, a família e a empresa mantiveram-se unidas e, após um período de análise, perceberam que a cortiça tinha, à data, um potencial de desenvolvimento técnico e tecnológico que ainda estava por explorar. Assim, foi possível desenvolver esse potencial, criando equipas de investigação e de desenvolvimento através da alocação de recursos financeiros capazes de as suportar e investir no produto do seu trabalho, desenvolvendo novos produtos. Desse modo, conseguiram conquistar uma maior cota de mercado face aos produtos alternativos, tendo a cotação da empresa em bolsa sido o mecanismo que permitiu obter o capital

necessário para a criação das referidas equipas de investigação e, através do produto do seu trabalho, conseguem consolidar-se no setor.³¹

O financiamento pela entrada de capital próprio obtido através da abertura do capital social em bolsa tem a vantagem de ser eterno, na medida em que não tem uma maturidade, como acontece com as fontes temporárias de capital. Além disso, tem um carácter paciente, pois o retorno para o acionista não é garantido, sendo pago apenas em último lugar, ao contrário do que se passa com os empréstimos bancários, que devem ser liquidados uma vez atingida a maturidade da dívida.

Por todas essas razões o financiamento pela entrada de capital próprio obtido através da abertura do capital social em bolsa é uma fonte de capital que adquire particular relevância numa empresa em crescimento, orientada para o futuro, que pretende investir em retornos incertos, ou que comportem maior risco, o como são, nomeadamente, os decorrentes da pesquisa, invocação e desenvolvimento.³²

Podemos, ainda, identificar outras vantagens decorrentes do recurso a essa forma de financiamento tais como:

- 1) **Melhoria da posição financeira da empresa** – Com a abertura do capital em bolsa a empresa obtém um fortalecimento da sua posição financeira e um aumento do poder negocial em relação aos bancos levando a uma diminuição dos custos de capital porque, por essa via, consegue melhores condições;
- 2) **Potencial aumento no valor das Ações** - A abertura do capital em bolsa confere uma maior credibilidade à empresa e conduz a uma maior transparência das suas contas, o que implica uma maior disposição por parte dos investidores para pagar um preço superior pelas ações admitidas à cotação. Uma empresa cotada tem de ser transparente nas informações financeiras que transmite e adotar políticas de profissionalização da mesma e isso torna-a mais atraente para investidores,

³¹ Testemunho dado por ANTÓNIO RIOS DE AMORIM, onde explica um pouco da história da empresa, do impacto positivo da capitalização em bolsa e a sua importância na estratégia de internacionalização da empresa, in <https://www.amorim.com/pt/media/galeria-de-videos/corticeira-amorim-30-anos-em-bolsa/1703/>

³² OECD (2015), “Growth companies, access to capital markets and corporate governance”, OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, p.7

nomeadamente, estrangeiros, e para gestores profissionais, servindo ainda como uma boa estratégia para reter talento;³³

- 3) **Maior visibilidade** – Com a abertura do capital as empresas alcançam um maior prestígio e uma maior visibilidade que contribui para a consolidação da sua imagem nos mercados;
- 4) **Comercialização facilitada de ações** - A entrada do capital da sociedade em bolsa pode adquirir particular relevância no âmbito de uma Empresa Familiar na medida que facilita a possibilidade de venda das ações ao preço de mercado pelos membros da família que não se identificam com o projeto da sociedade e não querem continuar a ser acionistas. À medida em que a família cresce é cada vez mais complicado manter todos os acionistas focados nos mesmos objetivos, uma vez que o seu posicionamento relativamente ao negócio familiar não é sempre igual. Nesse contexto, os familiares acionistas podem vender as suas ações em melhores condições, de acordo com o preço de mercado, evitando assim possíveis conflitos associados ao crescimento da empresa. A entrada do capital da sociedade em bolsa, pode contribuir para harmonizar os interesses dentro da Empresa Familiar, pois é dada uma opção de saída da empresa, nomeadamente, aqueles que precisam de liquidez.

Segundo a Euronext, *“a bolsa é uma ferramenta poderosa para as empresas acederem a financiamento, liquidez e visibilidade, preservando a sua identidade. A dispersão do capital permite aos acionistas de referência manter o controlo da gestão e a prossecução da sua visão, assegurando o acesso ao capital necessário à promoção da estratégia de crescimento. A dívida titulada permite diversificar a base de financiamento e otimizar o financiamento da empresa, alargando as soluções utilizadas, aspetos que são potenciados com a admissão à negociação, um processo simples, com prazos curtos e custos pouco significativos.”*³⁴

Mas, na verdade, nem tudo é bem assim.

³³ IFC, IFC Family Business Governance Handbook (2018), p.52

³⁴ EURONEXT FINANCE LABS, *“Como pode a bolsa promover a sustentabilidade e o crescimento, preservando o controlo das PME’S”*, Setembro de 2020, in <https://cotecportugal.pt/wp-content/uploads/2020/09/EURONEXT-COTEC.pdf>

É importante evidenciar as vantagens que um processo de financiamento pela entrada de capital próprio obtido através da abertura do capital social em bolsa pode trazer para as Empresas Familiares, mas não podemos ignorar os desafios que o mesmo implica, pois só perante o conhecimento de ambas as realidades, poderão as Empresas Familiares perceber se esse caminho é a melhor opção para o seu futuro.

Várias empresas, que ponderaram a abertura do capital em bolsa como fonte de financiamento, apontaram como desvantagem para essa escolha o facto de consistir num processo complexo que acarreta custos elevados para a empresa, mas, em particular no que respeita às Empresas Familiares, têm sido identificadas outras desvantagens relativamente às sociedades de capital fechado, que são as seguintes:

- 1) **A perda de privacidade e agravamento das exigências de *Compliance*** - A obrigatoriedade de divulgação de informações financeiras e de outra natureza ao mercado e aos acionistas, que a lei impõe às empresas cotadas em bolsa é um desafio não só para a empresa, como também para a família e este fator ganha uma importância acrescida quando estamos a falar de empresas que operam em indústrias altamente competitivas, onde o receio de partilhar informação pode ser um fator decisivo para que a família não recorra a esta alternativa de financiamento;
- 2) **A perda de autonomia** - Com a chegada de novos acionistas, a Empresa Familiar terá de partilhar com eles a tomada de decisões. Mesmo que a família consiga proteger a sua posição e manter o controlo da empresa, os acionistas minoritários poderão ter direitos que devem ser respeitados;
- 3) **Aumento da fiscalização** - As empresas cotadas em bolsa estão sujeitas a um maior escrutínio, quer por parte dos investidores, quer por parte das entidades de supervisão, e estão sujeitas a deveres de prestação de informações precisas ao mercado e aos acionistas;
- 4) **Possibilidade de perda de controlo** - A relutância da família em dividir o poder com os novos sócios e o risco da entrada de profissionais que não são membros da família em cargos de direção, o que depende do número de ações que tiverem sido disponibilizadas pela empresa no IPO, tem sido apontado com um dos principais receios das empresas quando olham para uma operação deste género;
- 5) **Custos adicionais** - O custo de uma operação de cotação em bolsa é sempre elevado, nomeadamente pelos encargos que a empresa tem de suportar com

comissões pagas aos bancos, honorários de assessores financeiros e legais para a elaboração da documentação necessária à instrução do processo e eventualmente para a realização das *due diligence* que se mostrem necessárias à confirmação de que a empresa está em condições para concluir o processo com sucesso. Por outro lado, quando passa a ser uma sociedade cotada em bolsa, a empresa passa a ter de suportar determinados custos periódicos, tais como os associados à divulgação de informações financeiras ou ao cumprimento de outros requisitos de *compliance*.³⁵

Entre esses fatores assinalados como negativos no âmbito das Empresas Familiares, assume particular relevância a perda do controlo acionista, que tem sido indicada como um dos principais receios que os accionistas ponderam quando avaliam a possibilidade de recorrer a um IPO por poder determinar a preclusão de um elemento fundamental que caracteriza a Empresa Familiar e conduzir à conclusão de que uma empresa dessa natureza não deveria entrar em bolsa sob pena de se desvirtuar e de perder a sua natureza de Empresa Familiar.

Importa, por isso, demonstrar que, ainda que o risco exista, essa conclusão não é necessariamente certa e, sobretudo, que existem mecanismos que permitem obviar ou atenuar as principais objeções que foram invocadas como fundamento para que a Empresa Familiar não recorra a um IPO como forma de financiamento, quer decorrentes das últimas alterações legislativas, quer decorrentes da adoção de medidas de *corporate governance* adequadas a assegurar esse objetivo.

3.2. O Processo de Cotação em Bolsa

Antes disso, importa referir que o IPO exige, efetivamente, uma grande preparação.

Regra geral, o processo conducente a um IPO leva vários meses e inicia-se com a realização de *due diligences* à empresa para verificara sua realidade, identificar como funcionam as suas estruturas e aferir a conformidade dos aspetos financeiros, comerciais, legais e contabilísticos.³⁶ Em face dos resultados dessas *due diligences*, a empresa

³⁵ IFC, *IFC Family Business Governance Handbook* (2018), p.53

³⁶ Global Legal Insights – *Initial Public Offerings Laws and Regulations* 2021 | Portugal

perceberá se está pronta para a realização dessa operação ou se, antes de a levar a cabo, precisa de implementar, alterar ou retificar algum procedimento, nomeadamente a nível das políticas e mecanismos de *corporate governance*. Esta fase de preparação é essencial para uma cotação de sucesso.³⁷

Esta fase de preparação que precede a concretização da operação do IPO é, ainda, necessária a elaboração de diversos documentos técnicos que devem instruir o processo, entre os quais se destaca o prospeto através do qual, de uma forma transparente, a empresa deve informar o mercado sobre a sua realidade e sobre o conteúdo da oferta que estiver em causa, que se destina a facultar aos investidores um conjunto de informação sobre a empresa que lhes permita tomar uma decisão informada sobre o investimento que vão fazer.³⁸

No seu *Euronext, IPO Guide, A guide to listing on the stock Exchange*³⁹, a Euronext Lisbon enuncia vários fatores críticos para o sucesso da operação de preparação da entrada em Bolsa, entre os quais se refere a necessidade de ser ainda apresentada uma “*Equity Story*” que relate a história da empresa e mostre aos investidores que a estratégia que delinearam para o futuro tem por base um conjunto de valores que caracterizam a empresa e que a fizeram chegar até a esta fase. A Euronext considera, ainda, relevante que seja apresentado um relatório relativo à “*Sustentabilidade e o Crescimento*” da empresa, no qual esta evidencie a sua estratégia de crescimento consolidado. A Euronext menciona, ainda, a importância que assume a “*Equipa de Gestão e do Modelo de Governance*”, que considera ser um elemento fundamental para que os investidores possam confiar que a empresa adota as melhores práticas. E, finalmente, a Euronext dá destaque à “*Avaliação*” do valor da empresa, considerado essencial para que os investidores possam perceber se têm ou não interesse em realizar este negócio.

Entre esses documentos estão não só todos aqueles que já se mencionaram exigidos por lei e recomendados pela Euronext, mas também revisões estatutárias,

³⁷ Euronext, IPO Guide, *A guide to listing on the stock exchange*, in <https://www.euronext.com/en/raise-capital/how-go-public/ipo-journey>

³⁸ Global Legal Insights – Initial Public Offerings Laws and Regulations 2021 | Portugal

³⁹ Euronext, IPO Guide, *A guide to listing on the stock exchange*

eventuais acordos parassociais e adoção de medidas de *corporate governance* mais adequadas aos novos desafios que se colocam com a entrada em bolsa.

Pela sua complexidade técnica, o sucesso de um processo de admissão à cotação em mercado regulamentado implica o suporte por uma equipa de assessores com competências especializadas, o que implica o recurso a consultores financeiros e legais e a auditores, que asseguram a preparação e a realização do IPO, a realização das referidas *due diligences* e a preparação de toda a documentação necessária à sua concretização. Além disso, bancos, assessores financeiros e outros, tais como agências de comunicação, auxiliam a empresa na elaboração da *Equity Story*, na sua avaliação, na angariação de investidores, na comunicação corporativa, na promoção institucional, na publicidade no IPO e na ligação com os media e com a entidade reguladora que verifica a legalidade da oferta e aprova o prospeto.

Ainda na fase de apresentação da operação, selecionam-se investidores alvo, inicia-se o *roadshow* e define-se o intervalo de preço a que se vai disponibilizar as ações. O Prospecto deve ser revisto e aprovado pelo regulador local. É elaborado o *Bookbuilding*, processo onde a empresa regista as intenções de compra que os investidores interessados fizeram. E, finalmente, acontece a operação e a admissão das ações no mercado regulamentado.

3.3. O Mercado de Capitais Português

A história demonstra-nos que poucas empresas portuguesas optaram pelo financiamento do seu capital próprio através de um IPO. De acordo com um relatório realizado em 2020 pela OCDE, entre 1996 e 2003, 19 empresas portuguesas levantaram 6.4 mil milhões de euros, com uma média de valores do IPO a atingir os 339 milhões de euros. No período que decorreu entre 2004 e 2011, 6 empresas portuguesas levantaram 4.1 mil milhões de euros, com uma média de valores do IPO a atingir os 686 milhões de euros. Desde 2012 até 2020, apenas 4 empresas levantaram 717 milhões de euros, com uma média de valores do IPO a atingir os 178 milhões de euros ⁴⁰.

⁴⁰ OECD (2020), “*Improving access to capital for Portuguese companies: A survey of unlisted companies*”, OECD Capital Market Series, Paris, p. 37-38

O mesmo relatório evidencia que, em Portugal, desde 2000, e à exceção dos anos de 2008 e 2015, o número de empresas que deixaram de estar cotadas foi sempre superior ao número de novas empresas cotadas, verificando-se um declínio significativo no número de empresas cotadas, que passou de 148 para 54. A tendência decrescente no número de novas empresas cotadas verificou-se em toda a OCDE, mas foi mais acentuada em Portugal comparativamente com as outras economias ⁴¹.

Segundo o mesmo relatório, 270 empresas foram questionadas sobre a eventual vontade de se cotarem nos próximos três anos ou sobre se já teriam avaliado a possibilidade entrarem em bolsa. Apenas 11 dessas empresas responderam afirmativamente, sendo que 8 apresentaram como justificação para tal decisão a conferência de uma maior visibilidade e prestígio, um melhor controlo externo, um melhor acesso a outras fontes de capital, a diversificação de opções de financiamento, um menor custo das fontes de capital e a obtenção de capital como forma de financiar o crescimento.⁴²

Das empresas que responderam a esse estudo no sentido de não terem ponderado as referidas opções, 165 apresentaram como principal razão o facto de os seus acionistas não quererem partilhar o controlo com elementos externos. E, entre outras razões, apontaram, ainda, os elevados custos da operação, um baixo nível de liquidez e uma exigência regulatória extensa. Mais de metade dessas empresas aludiu, também, à inexistência de um ambiente favorável no mercado de capitais português.⁴³

Quando questionadas sobre as propostas que apresentariam para fomentar um ambiente mais próspero no mercado de capitais português, as empresas inquiridas nesse estudo sugeriram a simplificação dos requisitos de divulgação e conformidade, a simplificação dos procedimentos simplificados de entrada em bolsa e a flexibilização dos requisitos de *corporate governance*. Curiosamente, apesar de uma das principais razões apontadas ter sido a possibilidade de perda do controlo acionista, a introdução de diferentes classes de ações não foi mencionada como um fator importante a alterar.⁴⁴

⁴¹ Ibidem, p.37-38

⁴² Ibidem, p.41-42

⁴³ Ibidem, p.43

⁴⁴ Ibidem p. 48-49

3.4. As Alterações ao Código dos Valores Mobiliários com Vista a um Mercado de Capitais mais Atrativo

Na sequência da crise financeira de 2008 que afetou diversas economias mundiais, o Governo português decidiu tomar medidas com o objetivo de relançar a economia, nomeadamente, no âmbito da capitalização das empresas e estimular o mercado de capitais português.

Nesse contexto, a pedido da CMVM, a OCDE analisou o setor empresarial português e, com base nas respostas a inquéritos realizados a uma série de empresas portuguesas, nos quais era pedido que disponibilizassem informações e sugestões com vista a relançar o mercado de capitais português, apresentou diversas recomendações.⁴⁵

No seguimento dessas recomendações da OCDE, foi publicada a Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, que alterou o Código dos Valores Mobiliários e entrou em vigor no dia 31 de janeiro de 2022.

A CMVM emitiu uma informação a propósito da publicação dessa legislação na qual explicou que as alterações ao CVM que tinham sido introduzidas por essa alteração legislativa visavam “*dar resposta às necessidades das empresas e dos investidores, por via do reforço da competitividade e do desenvolvimento do mercado de capitais português*” e que essa alteração legislativa “*simplifica e reduz encargos e barreiras regulatórias, ao mesmo tempo que procura dotar o mercado e os seus agentes de mecanismos de inovação que podem tornar mais apto ao desenvolvimento da economia, salvaguardando a proteção dos investidores e a integridade do mercado.*”⁴⁶

Essas mudanças legislativas foram apresentadas como tendo a pretensão de alinhar a realidade portuguesa com a realidade europeia, flexibilizar o regime jurídico aplicável para atrair o interesse dos emitentes pelo nosso mercado de capitais, tornar o

⁴⁵ OECD (2020), OECD Capital Market Review of Portugal 2020: Mobilizing Portuguese Capital Markets for Investment and Growth, OECD Capital Market Series

⁴⁶ CMVM informa sobre as alterações ao Código dos Valores Mobiliários, ao Regime Jurídico de Supervisão da Auditoria e aos Estatutos da Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários, in <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20211229t.aspx>

mercado mais competitivo, dinâmico e eficiente, tornar o relacionamento entre as entidades supervisionadas e a CMVM mais simples e menos oneroso, tornar o processo mais célere e acolhem diversas novas soluções, das quais se destacam as que se seguem.

Desde logo, foram revogadas e alteradas as normas legais que se referiam à sociedade aberta, passando a sociedade cotada a ser o paradigma de regulação e a permitir-se que as sociedades abertas, que não tenham ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, se financiem sem estarem sujeitas a exigências próprias das sociedades cotadas.⁴⁷

Além disso, alterou-se o regime jurídico de reporte de participações qualificadas no capital social de empresas cotadas, tendo sido suprimido o limiar de 2% para o qual se exige a comunicação ao supervisor, passando esse patamar mínimo de referência a ser de 5%. Neste momento, resulta do n.º 1 do artigo 16.º do CVM que quem atinja ou ultrapasse participações de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, um terço, metade, dois terços e 90 % dos direitos de voto correspondentes ao capital social de uma sociedade emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado tem o dever de comunicar esse facto à sociedade e à CMVM.⁴⁸

Por outro lado, respondendo diretamente ao receio de perda de controlo acionista por parte dos fundadores, foi admitida a possibilidade da emissão de ações com voto plural e de transmissão sucessória de posições de controlo sem obrigatoriedade de lançar uma OPA, nos termos que adiante melhor explicaremos e que assumem particular relevância no âmbito deste trabalho.⁴⁹

Seguindo a lógica de simplificação, nos termos do artigo 194.º do CVM o direito de aquisição potestativa ficou dependente apenas da aquisição de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social, eliminando-se o outro requisito dos 90% dos votos

⁴⁷ CMVM, *Circular – Revisão do Código dos Valores Mobiliários*, p.1, in <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Circulares/Documents/Circular%20relativa%20a%20revis%C3%A3o%20do%20C%C3%B3digo%20dos%20Valores%20Mobili%C3%A1rios.pdf>

⁴⁸ MORAIS LEITÃO, GALVÃO TELES, SOARES DA SILVA & ASSOCIADOS, *Revisão do Código dos Valores Mobiliários, Um roteiro*, pp.14, in https://www.mlgs.pt/xms/files/site_2018/Newsletters/2022/Revisao_do_Codigo_dos_Valores_Mobiliarios_-_um_roteiro.pdf

⁴⁹ CMVM informa sobre as alterações ao Código dos Valores Mobiliários, ao Regime Jurídico de Supervisão da Auditoria e aos Estatutos da Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários.

abrangidos pela oferta. Ao mesmo tempo, instituiu-se um novo regime de exclusão voluntária da negociação, previsto no artigo 251.º-F do CVM.⁵⁰

Tendo em vista promover a intervenção dos acionistas na sociedade, foram introduzidas mudanças relativas à participação e à votação em assembleia geral, passando a exigir-se apenas uma comunicação ao intermediário financeiro e deixando de se exigir o envio de duas declarações de participação. Os beneficiários efetivos de ações que não são titulares face à lei portuguesa, passaram a poder exercer diretamente os seus direitos de voto desde que tenham certificados de legitimação fornecidos pelos intermediários financeiros.⁵¹

Como forma de atrair o interesse neste mercado, reduziram-se os encargos financeiros das empresas cotadas com a supressão de alguns deveres e foram facultadas novas ferramentas, introduzindo-se um regime mais simplificado para a revisão de ofertas públicas, podendo os emitentes rever genericamente as condições da oferta desde que não impliquem condições globais menos favoráveis.

Alterou, ainda, o valor base a baixo do qual não é exigida a publicação do prospeto, que passou de 5 milhões para 8 milhões, e permitiu-se a redação do prospeto em inglês, exceto se a CMVM se opuser, ou noutra língua estrangeira desde que aceite pela CMVM.

Não menos importante, alterou-se o enquadramento dos intermediários financeiros, cuja contratação deixou de ser obrigatória por parte das empresas emitentes de serviços de assistência e colocação em ofertas públicas e eliminou-se a responsabilidade daqueles pelo conteúdo do prospeto.⁵²

Foi, ainda, revisto o regime das ofertas públicas de valores mobiliários, restringindo a sua aplicação apenas a sociedades cujas ações estão admitidas à negociação em mercado regulamentado e excluindo as ofertas públicas de troca de dívida do âmbito

⁵⁰ CMVM, Circular – Revisão do Código dos Valores Mobiliários, p.2

⁵¹ CMVM informa sobre as alterações ao Código dos Valores Mobiliários, ao Regime Jurídico de Supervisão da Auditoria e aos Estatutos da Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários.

⁵² MORAIS LEITÃO, GALVÃO TELES, SOARES DA SILVA & ASSOCIADOS, *Revisão do Código dos Valores Mobiliários, Um roteiro*, p.27

de aplicação desse regime, “*promovendo a possibilidade de emitentes recomprarem os instrumentos de dívida por si emitidos e com isso facultando aos investidores uma via adicional de monetização antecipada do seu investimento*”.⁵³ Clarificou-se, ainda, o regime das ofertas públicas de aquisição concorrentes, de forma a tornar mais favorável a sua aplicação, beneficiando os acionistas da sociedade sujeita à oferta. Por fim, fixou-se um prazo máximo para a emissão das autorizações administrativas que são necessárias no âmbito de uma oferta pública de aquisição.

E, finalmente, simplificou-se o regime de suspensão de procedimento administrativo e de suspensão e de cancelamento e revogação de atos de registo com a concentração da regulamentação numa única norma e com a introdução da previsão de que as notificações sejam realizadas por via eletrónica.⁵⁴

3.5. Um Mercado de Capitais mais Atrativo para Empresas Familiares

Com as recentes alterações do CVM, introduzidas pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, o legislador português fez um esforço no sentido de responder às preocupações que tinham sido enunciadas como objeções para o recurso pelas Empresas Familiares ao mercado de capitais como fonte de financiamento e de estimular o recurso a esta fonte de financiamento.

Quando temos em conta o objeto deste trabalho, para além da simplificação administrativa, a previsão da possibilidade de emissão de ações com voto plural e a simplificação do regime da sucessão por morte com a transmissão sucessória de posições de controlo da sociedade sem obrigatoriedade de lançar uma OPA, são as alterações legislativas que mais especificamente tornam o mercado de capitais mais atrativo para as Empresas Familiares.

Pois, através da introdução nos estatutos do voto plural, os membros da família que são acionistas da sociedade, querendo, conseguem atribuir um maior número de votos às suas acções e, por essa via, assegurar a conservação do controlo da empresa e,

⁵³ CMVM, *Circular – Revisão do Código dos Valores Mobiliários*, p.2

⁵⁴ CMVM *informa sobre as alterações ao Código dos Valores Mobiliários, ao Regime Jurídico de Supervisão da Auditoria e aos Estatutos da Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários*

principalmente, a manutenção da visão estratégica que têm para a empresa mesmo depois do IPO, sem perderem as vantagens que podem resultar do recurso a esta fonte de financiamento.⁵⁵ Esta é, por conseguinte, uma solução legislativa que contribui para ultrapassar o indicado receio de perda de controlo da sociedade como objeção para o recurso a essa operação como forma de financiamento da empresa.

Num evento realizado sobre as referidas recentes alterações legislativas, a presidente da Euronext Lisbon, Isabel Ucha explicou a propósito desta matéria, que “*O mecanismo do voto plural foi introduzido exatamente porque um dos obstáculos identificados pelas empresas familiares ou por empresas que precisam de crescer muito rapidamente – e veem a posição dos acionistas diluir muito rapidamente como é o caso das tecnológicas – precisavam de um mecanismo para separar os direitos de voto dos direitos económicos.*”⁵⁶

Com o regime agora introduzido no n.º 1 do artigo 21.º-D do CVM “*As sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral podem emitir ações com direito especial de voto plural, até ao limite de cinco votos por cada ação.*”. Nos termos do n.º 2 dessa mesma norma, essa previsão do seu n.º 1 “*é igualmente aplicável a sociedades que condicionem a emissão ou a conversão em ações com aquele direito especial à admissão à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral das respetivas ações ordinárias.*”

Assim, nos termos dessas disposições, no caso de sociedades admitidas à cotação, passou a admitir-se a emissão de ações de uma classe diferente às quais são conferidos direitos de voto distintos daqueles que são inerentes às restantes ações que constituem o capital social da sociedade que detém a Empresa Familiar, podendo agora ser estatutariamente atribuídos direitos de voto superiores aos acionistas membros da família. Para essas sociedades, afastou-se, assim, a regra do “*one share, one vote*”, que, como

⁵⁵ ABREU, JM Coutinho de, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. VI, Almedina, novembro de 2013, p. 127, “*a influência de cada sócio na adoção das deliberações é determinada pelo seu “poder de voto”, dependente do número de votos que lhe caiba e do peso relativo dos mesmos na totalidade dos votos (dele e dos consócios) emitidos ou emissíveis.*”

⁵⁶ Jornal de Negócios, “Bolsa fica mais atrativa para empresas familiares”, in <https://www.jornaldenegocios.pt/mercados/bolsa/detalhe/bolsa-fica-mais-atrativa-para-empresas-familiares>

refere MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, era anteriormente considerada como um dogma.⁵⁷

Esta possibilidade que agora é conferida pelo legislador, consiste num regime especial relativamente àquele que emerge do artigo 384.º n.º 5 do CSC, no qual é consagrada a proibição do voto plural, derrogando essa regra para as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, ainda que esse regime seja conforme o n.º 1 desse preceito legal que estatui que “Na falta de diferente cláusula contratual, a cada ação corresponde um voto”, na medida em que continua a exigir-se uma consagração estatutária para a estipulação desses direitos.

EDUARDO PAULINO e FÁBIO CASTRO RUSSO, em comentário à referida consagração legal do voto plural limitado a cinco votos por ação, alertam para o facto de o legislador não ter definido de forma expressa se existe um limite ao número de ações às quais é permitida a atribuição deste privilégio de voto. Segundo esses autores tal limite deve existir pelo menos nos casos em que as ações com voto plural resultem da conversão de ações ordinárias, considerando que, nesse caso, o limite deverá ser o de ações correspondentes a metade do capital social, pois é esse o limite estabelecido na lei para as ações preferenciais sem direito de voto, conforme disposto no artigo 341.º, n.º 1 do CSC. Esses autores consideram que a remissão do n.º 4 do artigo 21.º-D do CVM para o artigo 344.º do CSC determina que o limite do número de ações às quais é permitido a atribuição do referido privilégio de voto é o imposto no citado artigo 341.º, n.º 1 do CSC.⁵⁸

A admissão do voto plural até ao limite de cinco voto por ação sendo, por um lado, um benefício dado à família, também pode ser avaliada positivamente pelos novos acionistas adquirentes de ações no mercado na medida em que a visão estratégica que a família tem para a empresa (a empresa como pertença à família) pode ser vista como um ativo da empresa. Contudo, essa medida poderá não ser suficiente para que a posição dos

⁵⁷ OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, “Direito de Voto nas Sociedades Cotadas, Da Admissibilidade de Categorias de Ações com Direito de Voto Plural às L Shares”, RDS VII (2015), 2 435-470, pp. 443 e 469. Esta Autora já defendia que na vigência da legislação anterior deveria ser feita uma interpretação restritiva da proibição contida no artigo 384.º n.º 5 do CSC no sentido de essa proibição ser apenas aplicável às sociedades fora da bolsa e dever ser admitida a possibilidade de as sociedades cotadas criarem categorias de ações com voto plural.

⁵⁸ MORAIS LEITÃO, GALVÃO TELES, SOARES DA SILVA & ASSOCIADOS, *Revisão do Código dos Valores Mobiliários, Um roteiro*, pp. 21-24.

novos acionistas fique tutelada e possa ser reequilibrada a posição dos diferentes acionistas e, nos termos que adiante se explicarão, à empresa poderá ser exigido um conjunto de outros requisitos e que passam, nomeadamente, pela adoção de regras de *corporate governance*.

Importa agora aludir a que, a reintrodução, no artigo 189.º do CVM, da exceção ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição no caso de transmissão mortis causa de uma posição de controlo da empresa familiar, desde que os estatutos da sociedade prevejam as situações transmissivas relevantes para este efeito, resulta a possibilidade de um sucessor assumir essa posição e manter as ações sem lhe ser imposta a obrigatoriedade de lançamento de uma OPA, sendo assim uma alteração legislativa que também se integra no mesmo contexto de proteção dos interesses da família na manutenção da Empresa Familiar.⁵⁹

A propósito da alteração agora introduzida no artigo 189.º do CVM evita-se que a abertura do capital ao financiamento externo através de um IPO determine o risco de diluição ou perda de controlo acionista por parte da família em caso de sucessão. Peter Villax, Presidente da Associação Portuguesa de Empresas Familiares, refere a este propósito que *“tudo o que torne a sucessão mais simples é positivo.”*⁶⁰

Com efeito, de acordo com a anterior versão do CVM, a morte de um titular de uma participação de controlo numa sociedade aberta poderia levar a que os seus sucessores adquirissem o controlo da sociedade e, subsequentemente, à obrigatoriedade do lançamento de uma OPA. Esta imposição colocava problemas aquando da sucessão da empresa na medida em que os herdeiros poderiam não ter capacidade financeira para realizar essa OPA e isso podia implicar a perda do controlo da sociedade perante a necessidade de vender a participação social familiar como alternativa à imposição do dever de lançar a OPA, sendo esse um dos obstáculos apontados pelos empresários nacionais como um entrave ao recurso ao IPO como forma de financiamento.

⁵⁹ REQUICHA, Manuel, “O dever de lançamento de OPA nos casos de sucessão mortis causa”, RDS VI (2014), 1, 9-58

⁶⁰ Jornal de Negócios, “Bolsa fica mais atrativa para empresas familiares”

4. A Adoção de Medidas de *Corporate Governance* e de *Family Governance* Previamente à Abertura do Capital em Bolsa

Sendo o IPO um processo muito desafiante, o sucesso da operação exige a adoção pela empresa de um conjunto de estratégias na quais se incluem a implementação de boas práticas e de uma estrutura sólida de *corporate governance*, sobretudo no que respeita ao funcionamento do conselho de administração, aos direitos dos acionistas e à transparência e divulgação de informação, que são particularmente valorizadas pelo mercado e pelos investidores.⁶¹

No entanto, quando se trata de uma Empresa Familiar e, especialmente, se a empresa é cotada, é fundamental que também sejam adotadas práticas que harmonizem a relação entre a família e a empresa e que as medidas de *corporate governance* envolvam a família.⁶² E, para isso, a família deve iniciar um diálogo sobre a governança da empresa em fase precedente à do início do processo conducente ao IPO de forma a conseguir-se que aquela seja tão boa quanto possível no momento em que a sociedade se torna cotada.

A introdução de uma estrutura e de políticas de *corporate governance* destinadas a implementar na empresa medidas que fomentam a transparência e a credibilidade da sua estrutura é importante não só para a família, como forma de gerir as expectativas dos seus membros em torno do IPO e de definir as implicações que, no futuro, a abertura do capital em bolsa terá para o negócio e para a família, mas também como forma de atrair *equity externa*, pois só assim os investidores terão confiança para investir na empresa.⁶³

Na empresa cotada, o cumprimento de requisitos legais de transparência conjugados com a adoção de medidas de *corporate governance*, confirmam que a empresa já ultrapassou um certo patamar em termos da sua estrutura formal e institucional e isso tem grande impacto nas condições do seu financiamento, tornando os investidores externos mais dispostos a fornecer recursos.

⁶¹ XAVIER, Rita Lobo e Ferreira, Emília Rita «“O sistema de Family Governance como parte integrante do bom governo da empresa familiar”» in Marques, Ana Paula (org.) *Roadmap para Empresas Familiares: Mapeamento, Profissionalização e Inovação*, Edição do Centro Interdisciplinar de Ciências Sociais (CICS.NOVA) – Polo da Universidade do Minho (CICS-UMinho) DOI <https://doi.org/10.21814/1822.56256> ISBN 978.989.99768.2.5 Outubro 2018, pp. 144

⁶² *Ibidem*

⁶³ How to make success of taking the family enterprise public, EY, in https://www.ey.com/en_gl/family-enterprise/how-to-make-a-success-of-taking-the-family-enterprise-public

Assim, as medidas de *corporate governance* são também vistas como uma alavanca facilitadora do acesso das empresas às diferentes fontes de financiamento e da alocação de capital a investimentos que vão servir para alcançar um crescimento económico sustentado.

Mas, para isso as medidas de *corporate governance* têm de ser claras para todos aqueles que estejam envolvidos com a empresa, nomeadamente no que respeita ao seu financiamento, que as devem compreender e se sentir-se por elas protegidos, fomentando os investidores a disponibilizar capital e os primitivos proprietários a partilhar a sua esfera de influência e os lucros dos seus negócios. E a necessidade de uma estrutura protegida por medidas de *corporate governance* torna-se mais evidente quando a empresa procura por investimento externo e, sobretudo, investimento que implique a participação no capital da empresa, como sucede quando recorre a um IPO e as suas ações passam a estar cotadas em bolsa.

A implementação de práticas e de medidas internas refletidas em políticas de *governance* são, assim, um passo prévio de extrema relevância para o sucesso do IPO.

No entanto, esse processo de implementação de políticas de *governance* na empresa pode ser longo, comportar várias fases e várias áreas, como a das demonstrações financeiras ou da comunicação interna e externa, devendo sempre adequar-se à estrutura de capitais própria da empresa e à fase de crescimento em que a mesma se encontra.

É difícil propor um modelo exclusivo de estrutura e políticas de *governance* porque o que funciona numa empresa e numa família, pode não funcionar noutra, sendo que nas Empresas Familiares, o equilíbrio entre os interesses dos acionistas familiares e os acionistas externos é a chave do sucesso.

Há, por conseguinte, que concluir que o recurso a um IPO como forma de financiamento pode implicar uma jornada de mudanças na empresa, não só porque redundará na entrada de novos acionistas e de uma nova forma de financiamento, mas também porque pode exigir novas políticas de *corporate governance* adaptadas à nova realidade da empresa. A passagem por cada fase será um desafio para a empresa na

introdução de novas rotinas, de novas estruturas e na adoção de novas políticas.⁶⁴ No entanto, deve ter-se presente que o investimento externo não deve implicar exigências regulatórias consideradas excessivas por parte dos acionistas que pertencem à família, sob pena de estes se sentirem retraídos na adoção dessa fonte de financiamento e de, por essa via, se perder uma oportunidade de criar valor quer para a empresa quer para os acionistas externos, que perdem a oportunidade de fazer parte da empresa.

Iremos agora abordar a temática das políticas de *corporate governance* da perspetiva da dupla dimensão da empresa e da família no contexto da sociedade emitente de ações admitida à negociação em mercado regulamentado, tendo em vista explicar quais os instrumentos que, podendo ser adotados quer pela empresa, quer pela família, são mais aptos a assegurar que a operação de financiamento através de um IPO consiga trazer o máximo valor possível à empresa, sem a descaraterizar como Empresa Familiar. Distinguiremos entre as medidas a implementar na empresa que designaremos de *corporate governance* e aquelas que devem ser implementadas a nível da família e que denominaremos como *family governance*.

4.1. Corporate Governance

Segundo PAULO CÂMARA, a *corporate governance*, que designa por o governo das organizações, traduz-se num “*Sistema de normas jurídicas, de práticas e de comportamentos relacionados com a estrutura decisória – incluindo a administração, a direção e demais órgãos diretivos – e a fiscalização das organizações, compreendendo nomeadamente a determinação do perfil funcional dos atores organizativos e titulares de órgãos e corpos organizativos e as relações entre estes, os titulares de capital, os acionistas ou os fundadores e os outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da organização (stakeholders)*”.^{65 66}

⁶⁴ OECD (2020), “*Improving access to capital for Portuguese companies: A survey of unlisted companies*”, OECD Capital Market Series, Paris, disponível em <http://www.oecd.org/corporate/OECD-Capital-Market-Review-Portugal.htm>

⁶⁵ CÂMARA, Paulo, *Capítulo I - Vocação e influência universal do corporate governance: Uma visão transversal sobre o tema*, in *O Governo das Organizações: a vocação universal do corporate governance*, Almedina, 2011

⁶⁶ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, *Governança das Sociedades Comerciais*, 2010, Almedina, 2.^a Edição, p. 7, considera que “*a governação (ou governo) das sociedades*” designa o complexo das regras (legais, estatutárias, jurisprudenciais, deontológicas), instrumentos e questões respeitantes ao à administração e ao controlo (ou fiscalização) das sociedades.”

O Código de Governo das Sociedades elaborado pelo Instituto Português de Corporate Governance enuncia como princípio geral que o “*governo societário deve promover e potenciar o desempenho das sociedades, bem como do mercado de capitais, e sedimentar a confiança dos investidores, dos trabalhadores e do público em geral na qualidade e transparência da administração e da fiscalização e no desenvolvimento sustentado das sociedades*”.⁶⁷

RITA LOBO XAVIER explica, por seu turno, que as políticas de *corporate governance* são destinadas a auxiliar a empresa na gestão societária e que a adoção destas políticas se revela importante para que a empresa seja bem gerida, se torne mais competitiva e apresente melhores resultados, pois essas políticas incentivam a transparência e a responsabilização e, nomeadamente, transmitem ao mercado uma sensação de confiança. Tal confiança chega aos investidores como consequência do bom desempenho apresentado pela sociedade, atraindo mais facilmente o investimento de que necessita.⁶⁸

Assim, as políticas de *corporate governance* que as empresas procuram incorporar nas suas organizações são recomendações relativas às regras e procedimentos a adotar, de forma a munirem-se de ferramentas que lhes permitam controlar possíveis conflitos internos e externos.

Em Portugal, as empresas procuram reger-se pelas recomendações feitas pelo Instituto Português de Corporate Governance publicadas no seu Código de Governo das Sociedades, que tem carácter meramente recomendatório e estabelece diversos princípios orientadores e recomendações a adotar por parte das empresas no âmbito, nomeadamente, da relação da sociedade com investidores e respetiva informação, da diversidade na composição e funcionamento dos órgãos da sociedade, das relações entre órgãos da sociedade, dos conflitos de interesses, das transações com partes relacionadas, das

⁶⁷ IPCG, *Código de Governo das Sociedades*, 2018, revisto em 2020

⁶⁸ Xavier, Rita Lobo e Ferreira, Emília Rita «“O sistema de Family Governance como parte integrante do bom governo da empresa familiar”» in Marques, Ana Paula (org.) *Roadmap para Empresas Familiares: Mapeamento, Profissionalização e Inovação*, Edição do Centro Interdisciplinar de Ciências Sociais (CICS.NOVA) – Polo da Universidade do Minho (CICS-UMinho) DOI <https://doi.org/10.21814/1822.56256> ISBN 978.989.99768.2.5 Outubro 2018, p. 151

relações com os acionistas e do funcionamento da assembleia geral, da administração não executiva e fiscalização, da administração executiva, das avaliações de desempenho, remunerações e nomeações, controlo interno e informações financeiras.⁶⁹⁷⁰

Uma das Empresas Familiares que adotou o Código de Governo das Sociedades do IPCG foi a Jerónimo Martins que, no seu relatório societário explica que o fez “*por entender que o mesmo assegura um nível adequado de proteção dos interessados, dos acionistas e de transparência do Governo Societário.*”⁷¹

4.2. Órgãos da Sociedade – O Conselho de Administração

Antes de abordar as políticas de *corporate governance*, importa, referir que, sendo pessoas coletivas, as sociedades comerciais atuam por intermédio dos seus órgãos e que estes têm funções distintas. A Assembleia Geral é o órgão da sociedade, constituído pela universalidade dos sócios da sociedade, ao qual compete deliberar sobre o destino da sociedade. O Conselho de Administração é, por seu turno, o órgão social responsável por gerir as atividades da sociedade⁷². Sendo a Sociedade Anónima que é relevante no contexto deste estudo, não poderíamos deixar de fazer, ainda, referência ao órgão de fiscalização, que, neste tipo de sociedade, é, igualmente, obrigatório e que pode revestir diferentes formas.⁷³

O Conselho de Administração é o órgão social que maior influência tem na criação de valor para a empresa, que maior relevância tem na maximização do investimento dos

⁶⁹ IPCG, Código de Governo das Sociedades, 2018, revisto em 2020

⁷⁰ CÂMARA, Paulo, *Os Códigos de Governos das Sociedades*, in *Código de Governo das Sociedades Anotado*, Almedina Abril de 2012, p. 13, os códigos de governo das sociedades podem definir-se, em sentido amplo, como os conjuntos sistematizados de normas de natureza recomendatória respeitantes ao bom governo das sociedades. Segundo este autor, apesar de se tratarem de normas sociais não jurídicas, as normas constantes dos códigos de governo desempenham um papel influente na condução dos destinos das sociedades abertas e na motivação pessoal dos titulares dos órgãos sociais e dos accionistas na tomada de decisões ligadas à condução da atividade societária

⁷¹ Relatório de Governo Societário 2021, Jerónimo Martins, in <https://www.jeronimomartins.com/wp-content/uploads/01-DOCUMENTS/Investor/Reports/Governance-reports/RelatorioGovernoSociedadeJM2021.pdf>

⁷² Artigo 405.º n.º 1 do CSC.

⁷³ Xavier, Rita Lobo e Costa, António Nogueira da «O reconhecimento legal das estruturas de gestão da família empresária institucionalizada» in Marques, Ana Paula (org.) *Roadmap para Empresas Familiares: Mapeamento, Profissionalização e Inovação*, Edição do Centro Interdisciplinar de Ciências Sociais (CICS.NOVA) – Polo da Universidade do Minho (CICS-UMinho) DOI <https://doi.org/10.21814/1822.56256> ISBN 978.989.99768.2.5 Outubro 2018, pp. 175-176

investidores e que, diretamente, mais contribui para possibilitar retorno para os acionistas por ser aquele que tem como função a definição de objetivos da empresa e das estratégias para os alcançar. Assim, ao conceber um Conselho de Administração estruturado, independente e credível, a família dá um sinal ao mercado de que não pretende apenas retirar benefícios para si, mas também criar uma empresa com futuro, na qual investir se torna uma opção apelativa.

Por isso, não desconsiderando a relevância de outras recomendações que podem ser adotadas por parte de sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, tendo em conta a perspectiva do financiamento em que o nosso estudo que se foca, daremos particular atenção às recomendações de *corporate governance* relativas ao Conselho de Administração e que se relacionam com a sua composição e independência, com os processos de remuneração e com as questões de fiscalização da sua conduta.

Não podemos ignorar que o mercado tende a penalizar as empresas que garantem poderes especiais aos acionistas controladores e que isso pode levar a uma apreciação negativa do valor da empresa. No caso de uma Empresa Familiar, para evitar essa redução de valor, a família deve adotar um conjunto de medidas que deem um sinal ao mercado de que a empresa não se desviou do objetivo principal de criar valor para todos os acionistas.⁷⁴ E isso deve ser também evidenciado na definição das políticas que presidem à escolha da composição do conselho de administração.

Assim, nesse âmbito, uma das primeiras recomendações irá no sentido de, através de políticas de *Governance*, serem adotadas medidas que permitam assegurar um Conselho de Administração com uma composição equilibrada relativamente a membros independentes, membros não executivos e membros com provas profissionais dadas. O relevante não será apenas preencher quotas, mas, antes, adotar uma política que vá ao encontro da real situação vivida pela empresa e estabeleça critérios que permitam que todos membros do conselho de administração sejam capazes de trazer valor para a empresa.⁷⁵

⁷⁴ *Ibidem*

⁷⁵ IE BUSINESS SCHOOL, Corporate Governance in Publicly Traded Family Firms, in https://www.ie.edu/business/centros/Proyectos/Informe%20Gobierno%20Corporativo_EN_ultimo.pdf

De acordo com o relatório de governo da sociedade da Jerónimo Martins o Conselho de Administração dessa sociedade é composto por 10 Administradores, sendo 9 desses não executivos⁷⁶ e 6 deles independentes⁷⁷, tendo a sociedade procurado ter uma composição equilibrada entre Administradores não-executivos e independentes, com experiências profissionais diversificadas, levando a que esse órgão ficasse dotado de capacidades técnicas diferenciadas. Segundo esse relatório, tal proporcionou que a sociedade passasse a ter acesso a uma rede nacional e internacional de contactos, considerada uma estratégia facilitadora da criação de valor para os acionistas e *stakeholders* e essa composição possibilitou ainda um aumento da capacidade de acompanhamento, supervisão e avaliação da sociedade⁷⁸.

Tal como recomenda o IPCG, a política de *corporate governance* relativa à composição do Conselho de Administração deve conduzir a que esse órgão seja composto por pessoas competentes, independentes, íntegras, disponíveis e experientes, mas deve ainda ter em atenção aspetos de diversidade, dando particular atenção do género⁷⁹. No caso de uma Empresa Familiar, deve também integrar membros que não pertençam à família⁸⁰. Estas são recomendações de extrema relevância, pois permitem que seja potenciada uma visão plural para a estratégia e gestão da Empresa Familiar.

O tema da remuneração dos administradores surge também como um dos mais relevantes, na medida em que, regra geral, aqueles auferem quantias elevadas e tornar-se essencial criar e divulgar um conjunto de critérios transparentes que justifiquem os valores auferidos, mas sem esquecer que, se a empresa pretende que o Conselho de Administração seja composto por membros experientes e com conhecimentos técnicos

⁷⁶ Resulta da Recomendação 2005/162/CE, da Comissão da União Europeia, de 15 de fevereiro de 2005, que se consideram Administradores Executivos aqueles que sejam encarregues da gestão corrente e, a contrário sensu, Administradores Não-executivos aqueles que não o sejam, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32005H0162&from=PT>

⁷⁷ IPCG, *Código de Governo das Sociedades*, 2018, revisto em 2020, recomendação III.4. Resulta da recomendação que se considera independente a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade, nem se encontre em alguma circunstância suscetível de afetar a sua isenção de análise ou de decisão

⁷⁸ Relatório de Governo Societário 2021, Jerónimo Martins

⁷⁹ IPCG, *Código de Governo das Sociedades*, 2018, revisto em 2020, recomendação I.2.1

⁸⁰ IPCG, *Recomendações para Empresas e Grupos Empresariais Familiares* 2014, in https://cgov.pt/images/ficheiros/2018/recomendacoes_para_empresas_e_grupos_empresariais_familiares.pdf

em diferentes áreas de negócio ou mesmo em diferentes jurisdições, tem de permitir condições de remuneração consideradas atraentes.

Reconhecendo a relevância da temática da remuneração dos administradores, o Código de Governo dedica o seu capítulo V a esse tema e dele resulta que a sociedade deve criar uma política de remuneração atraente que **(i)** premeie a responsabilidade assumida pelos membros do órgão de administração e a competência colocada ao serviço da sociedade, **(ii)** seja adequada à situação económica da empresa e do mercado, mas **(iii)** que não seja desalinhada com os interesses dos acionistas. Além disso, o IPCG recomenda que a sociedade constitua uma comissão de remuneração independente que fixe as remunerações, a aprovar pela Assembleia Geral sob proposta dessa comissão, estabelecendo os montantes máximos a pagar aos membros do órgão e tornando obrigatória a divulgação dessa informação nos relatórios de governo da sociedade de forma que os acionistas e restantes interessados estejam esclarecidos sobre a matéria.

Ainda no que respeita à remuneração dos administradores, para permitir o alinhamento entre os interesses da sociedade e os dos Administradores Executivos, o IPCG aconselha que a remuneração desses administradores seja composta por uma vertente fixa e por outra variável, o que considera ser um incentivo para uma gestão sustentável. Por outro lado, o mesmo instituto pronuncia-se no sentido de ser de elementar relevância que a remuneração dos membros não-executivos do conselho administração seja composta apenas por uma vertente fixa, por entender que sua atuação poderia ser enviesada se a sua remuneração depender do desempenho da sociedade.

Outra recomendação relevante é a de que deve existir uma avaliação anual do desempenho dos vários membros do órgão de administração em face do plano estratégico da sociedade e tendo em conta o contributo de cada um dos membros dos administradores para o seu cumprimento e que esse deve ser o fundamento para a determinação da vertente variável da remuneração dos administradores executivos.

No caso da Jerónimo Martins, a que já se fez referência, o relatório de governo dessa sociedade evidencia, que os seus acionistas designaram uma Comissão de Vencimentos independente que tem por função fixar a remuneração dos titulares dos órgãos sociais e definiram uma Política de Remuneração dos Órgãos Sociais, que, em

2021, foi aprovada em Assembleia Geral. De acordo com essa Política, a remuneração do Administrador Executivo é composta por uma vertente fixa e outra variável e esta última está limitada ao dobro da componente fixa, estando os critérios para a sua definição espelhados no relatório de governo da sociedade de forma a deixar claro para todos os interessados quais foram os critérios adotados pela Comissão.⁸¹ Tais critérios são o contexto internacional em que a empresa se insere e a sua competitividade externa, as responsabilidades que os administradores são obrigados a assumir, a premiação do compromisso com os objetivos de longo prazo da sociedade e dos acionistas e a salvaguarda dos interesses da sociedade. O relatório faz, ainda, referência à existência de um processo de definição de objetivos e de avaliação de desempenho e à circunstância de a remuneração dos Administradores não-executivos ser composta apenas por uma vertente fixa.⁸²

Por fim, para garantir que o Conselho de Administração e a estrutura executiva da sociedade atuam de acordo com os fins e objetivos delineados para a sociedade, é relevante a intervenção dos membros não-executivos e membros do órgão de fiscalização, a quem cabe o dever de fiscalizar a atuação dos membros executivos, controlando o dia-a-dia da empresa, com especial enfoque nas decisões estratégicas de fundamental importância para a empresa.⁸³

O código do IPCG recomenda que o órgão de fiscalização intervenha no dia-a-dia da empresa, pronunciando-se sobre as estratégias e o nível de risco que o Conselho de Administração pretende prosseguir, de modo a conseguir executar a sua função da melhor forma possível. Nesse sentido, recomenda que essa intervenção ocorra num momento prévio à aprovação final feita pelo órgão de administração.⁸⁴

Acresce que, o código recomenda a adoção de uma estrutura capaz de fazer um controlo efetivo dos riscos das estratégias assumidas pelo Conselho de Administração, o que implica a implementação de sistemas de controlo interno através da criação de

⁸¹ Relatório de Governo Societário 2021, Jerónimo Martins

⁸² *Ibidem*

⁸³ IPCG, Código de Governo das Sociedades, 2018, revisto em 2020, princípios III.A e C e princípio VI

⁸⁴ *Ibidem*, recomendação III.6

comissões específicas para o efeito e que seja controlada a elaboração de reportes financeiros.

Voltando ao caso da Jerónimo Martins, verifica-se que essa sociedade também seguiu essas recomendações e que, implementou na sociedade uma estrutura interna destinada ao controlo efetivo dos riscos assumidos pela mesma, constituída por um departamento de auditoria interna, que pretende avaliar a qualidade e eficácia dos sistemas de controlo interno e gestão de risco definidos pelo Conselho de Administração, assegurando “*a eficiência das operações, a fiabilidade dos relatórios financeiros operacionais e o respeito pelas leis e regulamentos*”⁸⁵. Os resultados das auditorias realizadas no âmbito desse departamento são controlados por uma Comissão de Controlo Interno, criada pelo Conselho de Administração que reporta ao órgão de fiscalização. E, finalmente, a Comissão de Auditoria, aprova e acompanha as políticas de gestão de risco adotadas pela empresa e fiscaliza se os sistemas de controlo interno, de auditoria e gestão de risco estão a ser eficazes. E, assim, esta sociedade adota um sistema de controlo interno de três níveis.

4.3. Family Governance

Como explicámos no primeiro capítulo do presente trabalho, o modelo empresarial de uma Empresa Familiar apresenta um conjunto de características desafiantes que, caso não sejam controladas, podem levar ao fim do negócio familiar. Consequentemente, tendo em vista a manutenção do património no sentido da transmissão para as gerações seguintes, a implementação de estruturas governativas e a adoção de determinadas práticas que assegurem uma boa governança, tornam-se numa necessidade também ao nível da família.⁸⁶

A relevância da família no governo da empresa é mesmo um assunto que vai ganhando cada vez mais importância à medida que a empresa e a família crescem, pois, essas duas realidades tornam-se mais complexas e é maior a exigência pela adoção de

⁸⁵ Relatório de Governo Societário 2021, Jerónimo Martins

⁸⁶ Xavier, Rita Lobo e Costa, António Nogueira da «O reconhecimento legal das estruturas de gestão da família empresária institucionalizada» in Marques, Ana Paula (org.) *Roadmap para Empresas Familiares: Mapeamento, Profissionalização e Inovação*, Edição do Centro Interdisciplinar de Ciências Sociais (CICS.NOVA) – Polo da Universidade do Minho (CICS-UMinho) DOI <https://doi.org/10.21814/1822.56256> ISBN 978.989.99768.2.5 Outubro 2018, p.171

medidas que facilitem o relacionamento entre os diferentes membros da família e destes com a empresa, essenciais a assegurar a continuidade da empresa.

O IPCG destaca a relevância da adoção de tais medidas, referindo que “*A adoção pelos grupos empresariais familiares de instrumentos de autorregulação e práticas de bom governo que promovem o fortalecimento da identidade e valores familiares, a construção de consensos familiares e uma adequada gestão das empresas, permite sedimentar a confiança dos investidores, dos trabalhadores e demais agentes que com aqueles interajam.*”⁸⁷

Assim, perante a importância que a família tem neste tipo de empresas, o bom governo da família faz parte do bom governo da empresa e a Empresa Familiar deve, por conseguinte, integrar políticas de *corporate governance* que incluam medidas de *Family Governance*.

A *Family Governance* é a “*estrutura de tipo organizacional e de regras de procedimento que destinadas a estabelecer a comunicação entre os membros da família empresária e entre esta e a empresa familiar, em tudo que dita respeito às relações entre a família e a empresa, sobretudo no plano da articulação entre a gestão das participações sociais que controlam a empresa, a gestão da atividade da própria empresa e a gestão das relações entre os membros da família empresária.*”⁸⁸

Uma estrutura de *Family Governance* bem implementada abarca questões como a comunicação dos valores familiares, tanto para a empresa como para os membros da família, a implementação de canais que permitam uma comunicação constante entre membros da família e que permita que estes estejam informados relativamente aos desafios que a empresa enfrenta e às estratégias delineadas para a mesma, que permitam que todos os membros da família consigam, de alguma forma, participar na criação do legado, independentemente dos diferentes níveis de integração de cada um deles e a

⁸⁷ IPCG, *Recomendações para Empresas e Grupos Empresariais Familiares*, p.6

⁸⁸ Xavier, Rita Lobo e Ferreira, Emília Rita «“O sistema de Family Governance como parte integrante do bom governo da empresa familiar”» in Marques, Ana Paula (org.) *Roadmap para Empresas Familiares: Mapeamento, Profissionalização e Inovação*, Edição do Centro Interdisciplinar de Ciências Sociais (CICS.NOVA) – Polo da Universidade do Minho (CICS-UMinho) DOI <https://doi.org/10.21814/1822.56256> ISBN 978.989.99768.2.5 Outubro 2018, p. 143

comunicação de políticas claras relativas aos membros da família no que respeita ao seu recrutamento e a políticas de dividendos e deve, ainda, abordar questões como a estruturação jurídica da estrutura familiar, elencando os órgãos familiares que a compõem e definindo as suas competências.⁸⁹

Nestes termos, de modo a fortalecer e a proteger a influência da família, mas, ao mesmo tempo, se conseguir que os investidores consigam confiar no futuro do seu investimento, o recurso ao IPO deve ser precedido da implementação na empresa também de estruturas e de regras de funcionamento que tenham o objetivo de orientar as relações familiares relativamente à empresa e fomentar uma articulação entre os órgãos familiares e os órgãos da sociedade titular da empresa. Sendo que aos órgãos familiares caberá procurar governar a família, articulando as vontades e interesses da mesma relativamente à empresa e mediando os interesses da família.⁹⁰ E deverá, ainda, ser elaborada uma Constituição Familiar, nos termos que adiante indicaremos, mais conhecida como Protocolo Familiar, que espelhe os princípios e estruturas orientadores do relacionamento da família e da família com a empresa e estabeleça os direitos e deveres dos membros da família relativamente à Empresa Familiar.

4.3.1. Órgãos da Família

A) Assembleia da Família

Uma das primeiras estruturas a implementar é a criação da Assembleia da Família que, nas palavras de IMANOL BELAUSTEGUIGOITIA, é um órgão familiar que tem como “*objetivo fundamental a socialização, a transmissão de informação e a obtenção da coesão e visão conjunta de todos os integrantes da família.*”⁹¹

⁸⁹ IFC, *IFC Family Business Governance Handbook (2018)*, p. 21

⁹⁰ XAVIER, Rita Lobo e Costa, António Nogueira da «O reconhecimento legal das estruturas de gestão da família empresária institucionalizada» in MARQUES, Ana Paula (org.) Roadmap para Empresas Familiares: Mapeamento, Profissionalização e Inovação, Edição do Centro Interdisciplinar de Ciências Sociais (CICS.NOVA) – Polo da Universidade do Minho (CICS-UMinho) DOI <https://doi.org/10.21814/1822.56256> ISBN 978.989.99768.2.5 outubro 2018, p. 171

⁹¹ BELAUSTEGUIGOITIA, Imanol, *Empresas familiares: dinámica, equilibrio y consolidación*, Cuarta edición, Mc Graw Hill Education, 2017 p. 242 (tradução nossa)

A implementação deste “órgão da família” justifica-se por uma das principais fontes de conflito familiar ser habitualmente a falta de comunicação entre os membros da família e entre estes e os membros da gestão da empresa e, nessa medida, a partilha de informação surge como a chave de resolução deste problema. A Assembleia da Família pretende ser o mecanismo que estimula a comunicação entre os diferentes membros da família, permitindo a que cada um destes se sinta parte da empresa e serve para se discutir temas como a aprovação ou alteração da visão e valores familiares, os direitos e obrigações dos membros da família, as políticas de dividendos, de recrutamento, remuneração, a eleição dos membros pertencentes ao Conselho da Família, ou outros assuntos que a família considere relevante.⁹²

Não existe regra imperativa sobre o número de vezes que este órgão deve reunir, mas aconselha-se a que tal suceda, pelo menos, entre uma a duas vezes por ano. Outro aspeto que pertence à família, é a definição da composição deste órgão para a qual não existe, igualmente, uma regra, mas somos da opinião de que todos os ramos da família devem estar presentes e todos os membros familiares que queiram participar, devem poder fazê-lo. Aderimos, ainda, à posição do Professor IMANOL BELAUSTEGUIGOITIA, segundo a qual é de extrema relevância permitir a participação de familiares da geração seguinte, pois caso assim aconteça, a família estará mais próxima de conseguir manter a ligação destes com a empresa, permitindo que os valores da empresa familiar se transmitam de uma forma mais facilitada. Se a família conseguir construir e fazer funcionar a Assembleia da Família, compatibilizando as estratégias familiares com as estratégias da empresa, estará mais perto de controlar possíveis divergências no seio da família e de impedir que estas se transmitam para a empresa.⁹³

B) Conselho da Família

O Conselho da Família é um órgão familiar de governo da Empresa Familiar, eleito pela Assembleia da Família, que é característico de famílias que já atingiram uma dimensão considerável. Está para a família como o Conselho de Administração está para a empresa.

⁹² IFC, IFC Family Business Governance Handbook (2018), p.30

⁹³ IPCG, Recomendações para Empresas e Grupos Empresariais Familiares, p.5

A constituição deste órgão assume particular relevância à medida que a família e a empresa vão crescendo e a complexidade no relacionamento das duas vertentes vai aumentando. Torna-se, então, importante que, depois de discutidos os assuntos no âmbito da Assembleia da Família, seja chamada a intervenção do Conselho da Família para assegurar a coordenação entre a vertente da família e a vertente da empresa, sendo um órgão que deve estar em constante comunicação com o Conselho de Administração.

A Assembleia da Família deve ser um órgão aglutinador da família, onde os diferentes membros encontram um espaço onde podem partilhar a sua visão para a empresa e obter a informação relevante que lhes permite manter ocorrentes do estado da mesma, enquanto o Conselho da Família é um órgão mais restrito, capaz de ser mais eficiente na tomada de decisões importantes para a família, permitindo um relacionamento facilitado entre as duas vertentes características deste tipo de empresas.

O Conselho da Família deve ser composto apenas por membros da família e, apesar de não existir uma regra quanto ao seu número é recomendado que seja composto por 5-9 membros, devendo o número depender do tamanho da família e da complexidade do negócio da empresa, aconselhando-se a que os diferentes ramos da família estejam representados.⁹⁴Também neste caso não existe regra para o número de vezes que deve reunir, recomendando-se que tal aconteça entre 2-6 vezes por ano.⁹⁵

É o Conselho da Família que, depois de previamente discutidos na Assembleia da Família, deve definir os valores e visão da família relativamente ao negócio e deve definir a política de contratação de membros da família, a política de atuação destes enquanto trabalhadores na empresa, a política de remuneração e a políticas de transmissão de ações. Mas também o planeamento da sucessão é um dos principais assuntos que deve ser tratado a nível deste órgão, devendo-lhe ser atribuída a responsabilidade de estruturar a sucessão nos cargos diretivos, que é um dos tópicos mais fraturantes no sucesso da empresa determinando as políticas e requisitos para que um membro da família possa ocupar tais posições e criando planos de formação para que o candidato escolhido esteja o mais preparado possível para assumir essas funções.

⁹⁴ *IFC, IFC Family Business Governance Handbook (2018)*, p.30

⁹⁵ *Ibidem*, p.31

Por outro lado, o Conselho da Família será um dos principais responsáveis pelo sucesso da operação em que a sociedade passa a ser uma sociedade emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, porque sendo responsável pela comunicação entre a gestão da empresa e a família, caber-lhe-á gerir o processo junto da família, sendo de elementar importância que esclareça a família das implicações desta operação, ao mesmo tempo que comunica à gestão da empresa quais as preocupações e exigências da família.

Uma comunicação estruturada, garante que a família e a empresa estejam alinhadas relativamente à estratégia em causa e, desse modo, será possível colmatar os principais desafios que uma Empresa Familiar enfrenta quando recorre a essa forma de financiamento.

Por fim, é a este órgão que deve caber a elaboração do Protocolo Familiar, a que de seguida faremos referência.

4.3.2. Protocolo Familiar

O Protocolo Familiar “*pode referir-se tanto ao processo em desenvolvimento como ao resultado por ele alcançado depois formalizado num documento.*”⁹⁶Esse documento deve, como se referiu, ser elaborado pelo Conselho da Família e espelhar os princípios e estruturas orientadores do relacionamento da família e da família com a empresa, estabelecendo os direitos e deveres dos membros da família relativamente à Empresa Familiar. O Protocolo Familiar deve ser o resultado de um acordo de vontades dos membros da família e servir como ferramenta de prevenção de conflitos que podem pôr em causa o futuro da empresa na medida em que aqueles que o subscrevem ficam por ele vinculados. A evolução e o crescimento da empresa e da família podem levar a que este o Protocolo familiar deva ser atualizado e este não deve, por conseguinte, ser encarado como definitivamente estanque.⁹⁷

⁹⁶ XAVIER, Rita Lobo, Sucessão familiar na empresa, A empresa familiar como objeto da sucessão mortis causa, Católica Editora Porto, 2017, p.72

⁹⁷ *Ibidem*, p.22

Se a família conseguir definir regras vinculativas de uma forma estruturada e clara através de um Protocolo Familiar é sinal de que a empresa conseguiu profissionalizar a sua estrutura organizacional e essa situação é benéfica para a família, pois as futuras gerações acabam por herdar uma estrutura eficiente. Mas, além disso, essa definição transmite um sinal positivo aos potenciais investidores, assegurando que a empresa é composta por uma estrutura que não pretende apenas proteger os interesses da família, mas também aos dos restantes accionistas.

O conteúdo do Protocolo Familiar necessariamente varia de empresa para empresa, mas abarca, habitualmente, temas como:

- i) Os fundamentos da empresa, relatando a história da família e a filosofia da empresa e da família, a definição da visão, missão e valores da empresa;
- ii) As políticas de emprego para a família e de remuneração dos membros da família e os critérios de escolha dos futuros líderes, levando a que os membros da família saibam aquilo que têm de fazer para poder fazer parte da empresa. Os critérios de escolha do sucessor, de forma a que a escolha em causa seja facilitada e que a mesma não envolva conflitos, dependendo a mesma de critérios objetivos, que permita uma escolha transparente;
- iii) Questões relacionadas com a definição da propriedade, como a definição de políticas de transferência de ações, métodos de avaliação e do processo de compra de ações, responsabilidades e direitos dos acionistas, políticas de dividendos e definição da possibilidade de cotização de ações em bolsa.⁹⁸
- iv) Estrutura jurídica da família, definindo a competência dos órgãos e a forma como estes se articulam com a empresa, procurando facilitar a relação entre os membros da família e entre estes e a empresa.⁹⁹

O Protocolo Familiar não poderá estipular termos que sejam contrários à lei, à ordem pública e aos bons costumes, sob pena de nulidade conforme disposto no n.º 2 do artigo 280.º do Código Civil.¹⁰⁰

⁹⁸ BELAUSTEGUIGOITIA, Imanol, *Empresas familiares: dinámica, equilibrio y consolidación*, Cuarta edición, Mc Graw Hill Education, 2017 p. 245

⁹⁹ XAVIER, Rita Lobo, *Sucessão familiar na empresa, A empresa familiar como objeto da sucessão mortis causa*, Católica Editora Porto, 2017, p.73

¹⁰⁰ *Ibidem*, p. 74

Muito se tem discutido sobre a natureza jurídica deste documento e sobre se o mesmo assume a natureza de acordo parassocial. Independentemente dessa discussão, é evidente que esse protocolo consiste num acordo celebrado entre os diversos membros da família que vincula aqueles que o celebraram, ficando obrigados ao seu cumprimento. Nestes termos, os efeitos jurídicos decorrentes do Protocolo Familiar ficam limitados aos sócios-parte e não são oponíveis à sociedade comercial titular da empresa.¹⁰¹

Em jeito de conclusão se dirá que o Protocolo familiar se caracteriza por ser um documento que reflete toda a estrutura de *family governance* e é o resultado de uma atividade complexa que pretende aglutinar os três subsistemas característicos das Empresas Familiares, tendo como principal função “*conseguir a continuidade da empresa e a sua transferência geracional sem ruturas, nem na empresa nem nas relações familiares.*”¹⁰²

¹⁰¹ *Ibidem*, p. 74

¹⁰² *Ibidem*, p. 72

5. Conclusão

Devido às suas características próprias, as Empresas Familiares caracterizam-se por ter uma certa estabilidade a nível dos investimentos e por planearem e acautelarem os riscos que correm com vista a que a Empresa Familiar consiga alcançar um crescimento sustentado e seguir uma estratégia de longo prazo. Nestes termos, as Empresas Familiares acabam por ter uma certa aversão ao risco e à possibilidade de perda do controlo por parte da família e tendem a contrair poucas dívidas e a reinvestir os lucros, sobretudo na sua fase inicial.

À medida que a empresa cresce (e a família também cresce, normalmente mais rápido do que a empresa), a necessidade por capital tem tendência a aumentar, principalmente em empresas onde a família e as oportunidades de crescimento são grandes, por haver que fazer face ao retorno acionista e, simultaneamente, ao desenvolvimento da sua atividade, sobretudo, quando surgem oportunidades de negócio que exigem avultados investimentos, sendo que essas exigências de capital, geralmente, excedem os recursos financeiros de uma empresa privada.

Nas Empresas Familiares, a procura por opções de financiamento são geralmente condicionadas pela necessidade de conciliar três forças fundamentais, que são a necessidade de obter capital para fazer face ao crescimento da empresa exigido para que o negócio possa prosperar, a necessidade de liquidez que permita assegurar retorno para os seus acionistas e, por fim, o desafio da manutenção do controlo da empresa, sendo este último fator aquele que diferencia a Empresa Familiar das restantes empresas.

O modelo de financiamento que resulta da abertura do capital social através da realização de um IPO em bolsa permite captar recursos a baixo custo para financiar a atividade e a expansão do negócio, sendo uma alternativa ao recurso a empréstimos bancários, sem que os proprietários tenham também de investir do seu próprio bolso. Emitindo novas ações e disponibilizando-as no mercado, através de uma oferta pública de subscrição, os anteriores accionistas cedem parte do capital social da sociedade detentora da Empresa Familiar a investidores externos e, com esta operação, obtêm financiamento para os objetivos societários que tiverem previamente delineado.

A opção pelo recurso a capitais externos apenas pelas outras vias de financiamento a que essas empresas tradicionalmente recorrem poderá nem sempre servir os interesses da empresa, limitar os seus investimentos e levar a que a Empresa Familiar se retraia no momento de investir.

O financiamento por via da abertura do capital social através da realização de um IPO em bolsa, por permitir à empresa obter capital próprio, por ser eterna, na medida em que não tem maturidade de pagamento, por ser paciente, uma vez que o retorno para o acionista não é garantido e é pago apenas em último lugar, e por não estar sujeita variações das condições do crédito, é a fonte de financiamento externo mais adequada para que a empresa possa abordar investimentos de longo prazo, cujos resultados se verificam num horizonte temporal superior, ou mais arriscados ou incertos, como poderá ser, por exemplo, o caso de investimentos em pesquisa e inovação, onde o resultado do investimento poderá ser incerto ou poderá não conseguir ser satisfeito a curto prazo. Nessa medida, o financiamento através da entrada em bolsa da sociedade no mercado de capitais pode mesmo ser uma condição prévia ao investimento nas áreas de maior desenvolvimento e crescimento.

A abertura do capital em bolsa determina, ainda, um aumento do poder negocial da empresa em relação aos bancos, levando a uma diminuição dos custos de capital para as empresas, permite uma comercialização mais facilitada das ações correspondentes a esse capital social e possibilita às empresas alcançarem um maior prestígio e uma maior visibilidade, contribuindo para a consolidação da sua imagem nos mercados.

Com as recentes alterações do CVM, introduzidas pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, o legislador português fez um esforço no sentido de responder às preocupações que tinham sido enunciadas como objeções para o recurso pelas Empresas Familiares ao mercado de capitais como fonte de financiamento e no sentido de criar um ambiente mais favorável que estimule o recurso a esta fonte de financiamento.

Para além da simplificação administrativa, a previsão da possibilidade de emissão de ações com voto plural e a possibilidade de transmissão sucessória de posições de controlo sem obrigatoriedade de lançar uma OPA são dessas alterações legislativas as que mais especificamente tornam o mercado de capitais mais atrativo para as Empresas

Familiares. Através da introdução nos estatutos do voto plural até ao limite de cinco votos por ação, os acionistas familiares, querendo, conseguem atribuir um maior número de votos às suas ações e, por essa via, assegurar a manutenção do controlo da empresa e, principalmente, manutenção da visão estratégica que têm para a empresa mesmo depois do IPO, sem perder as vantagens que podem resultar do mesmo. E, por outro lado, a reintrodução, no artigo 189.º do CVM, da exceção ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição no caso de transmissão *mortis causa* de uma posição de controlo dentro da empresa familiar resulta a possibilidade de um sucessor assumir essa posição sem a obrigatoriedade de lançamento de uma OPA desde que os estatutos da sociedade prevejam as situações transmissivas relevantes para este efeito.

No entanto, para que a operação de recurso ao mercado de capitais como fonte de financiamento possa ser um sucesso pode ser necessário que, ainda na fase de preparação dessa operação, a Empresa Familiar adote outras estratégias para “proteger a família” e para reequilibrar a posição dos vários acionistas, que estas deverão passar pela revisão ou pela adoção de novas regras de *corporate governance* quer a nível da empresa, quer a nível da família.

A introdução de uma estrutura e de políticas de *corporate governance* destinada a implementar na empresa medidas que fomentam a transparência e a credibilidade da sua estrutura é importante para a família, como forma de gerir as expectativas dos seus membros em torno do IPO e de definir as implicações que, no futuro, a abertura do capital em bolsa terá para o negócio e para a família, mas também é relevante como forma de atrair *equity externa*, pois só assim os investidores terão confiança para investir na empresa. Nessa medida, as medidas de *corporate governance* são também vistas como uma alavanca facilitadora do acesso das empresas às diferentes fontes de financiamento e da possibilidade de conseguir alocar capital a investimentos que vão servir para alcançar um crescimento económico sustentado.

Não desconsiderando a relevância de outras recomendações que podem ser adotadas por parte de sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, em face do objeto do nosso trabalho assumem particular importância a definição de regras claras relativas ao Conselho de Administração no que respeita à sua

composição e independência, aos processos de definição da sua remuneração e aos mecanismos de fiscalização da sua conduta.

Por outro lado, de modo a fortalecer e a proteger a influência da família, mas, ao mesmo tempo, se conseguir que os investidores confiem no futuro do seu investimento, o recurso ao IPO deve ser precedido da implementação também de estruturas e de regras de funcionamento que tenham o objetivo de orientar as relações familiares relativamente à empresa e fomentar uma articulação entre os órgãos familiares e os órgãos da sociedade titular da empresa, sendo que aos órgãos familiares caberá procurar governar a família, articulando as vontades e interesses da mesma relativamente à empresa e mediando os interesses da família.

Esses órgãos familiares devem incluir uma Assembleia da Família, mas, dependendo da dimensão da família e da complexidade do relacionamento entre esta e a empresa, poderá relevar, ainda, a constituição de um Conselho da Família e a elaboração de um Protocolo Familiar, que espelhe os princípios e estruturas orientadores do relacionamento entre os vários membros da família relativamente à empresa e entre esta e a empresa e que estabeleça direitos e deveres dos membros da família relativamente à Empresa Familiar, vinculando os seus subscritores.

Bibliografia

ABREU, JM Coutinho de, “*Código das Sociedades Comerciais em Comentário*”, Vol. VI, Almedina, novembro, 2013

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, “*Governança das Sociedades Comerciais*”, 2010, Almedina, 2.ª Edição,

ALVES, Tânia, “Da proteção do sócio “outsider” nas empresas familiares”, RDS, XIII, 2, 239-282.

AMORIM, António Rios de, in <https://www.amorim.com/pt/media/galeria-de-videos/corticeira-amorim-30-anos-em-bolsa/1703/>

Associação das Empresas Familiares, “Dossier de apresentação”, in <https://empresasfamiliares.pt/wp-content/uploads/2020/09/20200916-Dossier-Apresentacao-FINAL.pdf>

BELAUSTEGUIGOITIA, Imanol, “*Empresas familiares: dinámica, equilibrio y consolidación*”, Cuarta edición, Mc Graw Hill Education, 2017.

CÂMARA, Paulo, “*Os Códigos de Governos das Sociedades*”, in *Código de Governo das Sociedades Anotado*, Almedina Abril de 2012

CÂMARA, Paulo, *Capítulo I - Vocação e influência universal do corporate governance: Uma visão transversal sobre o tema*, in *O Governo das Organiza es: “a voca o universal do corporate governance”*, Almedina, 2011

CÂMARA, Paulo, “*Os Códigos de Governos das Sociedades*”, in *Código de Governo das Sociedades Anotado*, Almedina Abril de 2012

CÂMARA, Paulo, “*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*”, Almedina, 2018, 4ª Edição

CMVM, “Circular – Revisão do Código dos Valores Mobiliários”, in <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Circulares/Documents/Circular%20relativa%20a%20revis%C3%A3o%20do%20C%C3%B3digo%20dos%20Valores%20Mobili%C3%A1rios.pdf>

CMVM, “CMVM informa sobre as alterações ao Código dos Valores Mobiliários, ao Regime Jurídico de Supervisão da Auditoria e aos Estatutos da Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários”, in <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20211229t.aspx>

DIAS, Gabriela Figueiredo, “Código das Sociedades Comerciais em Comentário”, Vol. V, Almedina, novembro de 2013

EURONEXT FINANCE LABS, “Como pode a bolsa promover a sustentabilidade e o crescimento, preservando o controlo das PME’S”, setembro de 2020, in <https://cotecportugal.pt/wp-content/uploads/2020/09/EURONEXT-COTEC.pdf>

European Commission, “Overview of family-business-relevant issues: *research, networks, policy measures and existing studies*”, November 2009

European Family Business e KPMG Enterprise, “Barómetro Europeu de Empresas familiares de 2019” in <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pt/pdf/kpmg-barometro-europeu-empresas-familiares-2019.pdf>

EY, “How to make success of taking the family enterprise public”, in https://www.ey.com/en_gl/family-enterprise/how-to-make-a-success-of-taking-the-family-enterprise-public

GALLO, Miguel A. e Vítor Sevilhano Ribeiro, “A Gestão de Empresas Familiares”, Coimbra, Almedina, 1996.

GENTIL, Eduardo, in <https://experience.hsm.com.br/posts/abertura-de-capital-nas-empresas-familiares>

Global Legal Insights – “*Initial Public Offerings Laws and Regulations 2021 | Portugal*”, in <https://www.globallegalinsights.com/practice-areas/initial-public-offerings-laws-and-regulations/portugal>

GONÇALVES, Diogo Costa, “Breves notas sobre o governo das sociedades”, ROA, Ano 81, I/II, Lisboa, Jan. / Jun. 2021

IE BUSINESS SCHOOL, “*Corporate Governance in Publicly Traded Family Firms*”, in https://www.ie.edu/business/centros/Proyectos/Informe%20Gobierno%20Corporativo_EN_ultimo.pdf

IFC, “*IFC Family Business Governance Handbook*” (2018), pp.14, in https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/2c93b2cb-dec6-4819-9ffb-60335069cbac/Family_Business_Governance_Handbook.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mksqtDE

IPCG, “*Código de Governo das Sociedades*”, 2018, revisto em 2020

IPCG, “*Recomendações para Empresas e Grupos Empresariais Familiares 2014*”, in https://cgov.pt/images/ficheiros/2018/recomendacoes_para_empresas_e_grupos_empresariais_familiares.pdf

Jornal de Negócios, “Bolsa fica mais atrativa para empresas familiares”, in <https://www.jornaldenegocios.pt/mercados/bolsa/detalhe/bolsa-fica-mais-atrativa-para-empresas-familiares>

LACERDA, Bernardo, “As empresas familiares em Portugal – o conceito e a sua regulação”, RDS XIII (2021), 1, 143-152

OECD (2015), “*Growth companies, access to capital markets and corporate governance*”, OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, in <https://www.oecd.org/g20/summits/antalya/OECD-Growth-Companies-Access-to-Capital-Markets-and-Corporate-Governance.pdf>

OECD (2020), “Improving access to capital for Portuguese companies: A survey of unlisted companies”, OECD Capital Market Series, Paris, in <https://www.oecd.org/corporate/ca/Improving-Access-to-Capital-for-Portuguese-Companies.pdf>

OECD (2020), “OECD Capital Market Review of Portugal 2020: Mobilising Portuguese Capital Markets for Investment and Growth”, OECD Capital Market Series

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “*Manual de governo das sociedades*”, 2017, p. 41

OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, “Direito de Voto nas Sociedades Cotadas, Da Admissibilidade de Categorias de Ações com Direito de Voto Plural às L Shares”, RDS VII (2015), 2 435-470

PAULINO, Eduardo e Fábio Castro Russo, “*Revisão do Código dos Valores Mobiliários, Um roteiro*”, Moraes Leitão, Galvão Teles, Soares Da Silva & Associados, in https://www.mlgts.pt/xms/files/site_2018/Newsletters/2022/Revisao_do_Codigo_dos_Valores_Mobiliarios_-_um_roteiro.pdf

Relatório de Governo Societário 2021, Jerónimo Martins, in <https://www.jeronimomartins.com/wp-content/uploads/01-DOCUMENTS/Investor/Reports/Governance-reports/RelatorioGovernoSociedadeJM2021.pdf>

REQUICHA, Manuel, “O dever de lançamento de OPA nos casos de sucessão mortis causa”, RDS VI (2014), 1, 9-58

XAVIER, Rita Lobo, “*Sucessão familiar na empresa, A empresa familiar como objeto da sucessão mortis causa*”, Católica Editora Porto, 2017

XAVIER, Rita Lobo e Ferreira, Emília Rita «“O sistema de Family Governance como parte integrante do bom governo da empresa familiar”» in Marques, Ana Paula (org.) *Roadmap para Empresas Familiares: Mapeamento, Profissionalização e Inovação*, Edição do Centro Interdisciplinar de Ciências Sociais (CICS.NOVA) – Polo

da Universidade do Minho (CICS-UMinho) DOI <https://doi.org/10.21814/1822.56256>
[ISBN 978.989.99768.2.5](https://doi.org/10.21814/1822.56256) Outubro 2018

XAVIER, Rita Lobo e Costa, António Nogueira da «O reconhecimento legal das estruturas de gestão da família empresária institucionalizada» in Marques, Ana Paula (org.) *Roadmap para Empresas Familiares: Mapeamento, Profissionalização e Inovação*, Edição do Centro Interdisciplinar de Ciências Sociais (CICS.NOVA) – Polo da Universidade do Minho (CICS-UMinho) DOI <https://doi.org/10.21814/1822.56256>
[ISBN 978.989.99768.2.5](https://doi.org/10.21814/1822.56256) Outubro 2018