



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

***CORPORATE GOVERNANCE: O CONSELHO DE  
ADMINISTRAÇÃO E O MERCADO PARA O CONTROLO  
DAS SOCIEDADES, QUE PERSPETIVAS?***

VASCO NOGUEIRA LEMOS DE SOUSA

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2018



**UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA**

**CORPORATE GOVERNANCE: O CONSELHO DE  
ADMINISTRAÇÃO E O MERCADO PARA O  
CONTROLO DAS SOCIEDADES, QUE  
PERSPETIVAS?**

Dissertação para obtenção do grau de Mestre em Direito e Gestão, na Faculdade de  
Direito da Universidade Católica Portuguesa

**VASCO NOGUEIRA LEMOS DE SOUSA**

**SOB ORIENTAÇÃO DA  
Sr.<sup>a</sup> PROFESSORA DOUTORA DANIELA BAPTISTA**

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2018



*Aos meus pais*



*“The man who asks a question is a fool for a minute,  
the man who does not ask is a fool for life.”*

(Confúcio)



## **Agradecimentos**

Os meus primeiros e mais singelos agradecimentos vão aos meus pais, que com sabedoria e apoio incondicional em tudo o que faço, sempre me proporcionaram todas as oportunidades para que pudesse atingir os objetivos a que me fui propondo. Apesar de por vários anos morarmos longe, é impossível não sentir a sua presença em cada etapa do meu dia, e carregar comigo toda a educação por estes transmitida, assim como a adquirida confiança e vontade de vencer que me continuarão a guiar em futuros projetos. Por último, agradeço-lhes o facto de sempre me ter deixado ir, de nunca me terem “cortado as asas”, pois eles no fundo sempre souberam que era o melhor para mim.

Aos meus familiares e amigos, todos sem exceção, dos mais novos aos mais velhos, dos mais antigos aos mais recentes, uma palavra especial de gratidão por terem estado presentes em todas os desafios enfrentados até hoje, pelo vosso constante suporte e apoio.

Gostaria ainda de deixar uma palavra de agradecimento a todos os elementos da minha atual equipa de trabalho, por sempre me terem motivado a continuar mesmo quando as dificuldades foram surgindo e o fim parecia tão longínquo.

Por fim, mas não menos importante, à Sr<sup>a</sup> Professora Doutora Daniela Baptista, orientadora desta dissertação, um enorme obrigado pela sua dedicação, e a disponibilidade sempre demonstrada.

**Resumo:** A presente dissertação incidirá sobre a temática do *Corporate Governance* e as suas condicionantes no que diz respeito ao Conselho de Administração, assim como ao mercado para o controlo das sociedades. Tendo em consideração que as práticas de *Corporate Governance* não são um fim em si mesmo, mas sim um meio para garantir a confiança do mercado, que por sua vez é essencial para o crescimento sustentável e o sucesso das empresas, a análise a ser realizada terá como objetivo investigar se alguma destas condicionantes, nomeadamente a remuneração dos administradores, pode influenciar as boas práticas de governo societário, assim como o desempenho das sociedades em causa.

**Palavras-chave:** Governo das Sociedades; Remuneração dos Administradores; Mercado para o Controlo das Sociedades;

*Abstract: The present study will focus on the Corporate Governance thematic and its determinants regarding the Board of Directors, as well as the market for corporate control. Taking into consideration that Corporate Governance practices are not an end in itself, but rather a means to ensure market confidence, which in turn is essential for sustainable growth and the success of companies, the analysis to be carried out will have as objective to investigate whether any of these constraints, namely the remuneration of the managers, can influence the good practices of corporate governance, as well as the performance of the companies.*

**Keywords:** *Corporate Governance; Board of Directors Compensation; Market for Corporate Control;*

## Índice

Introdução .....	15
1) <i>Corporate Governance</i> : conceptualização .....	16
2) Modelos de Governo Societário .....	19
2.1) Modelo Continental – <i>Stakeholder Model</i> .....	19
2.2) Modelo Anglo-Saxónico – <i>Shareholder Model</i> .....	20
3) O Conselho de Administração .....	23
3.1) Coabitação entre administradores executivos e não executivos .....	24
3.2) Sistema remuneratório dos administradores .....	25
3.2.1) Fixação da remuneração .....	26
3.2.2) Componentes e modalidades da remuneração .....	26
3.2.3) Principais problemas da estrutura remuneratória e o seu impacto no governo das sociedades .....	28
3.2.4) Proposta de Soluções.....	30
4) Mercado de Capitais e o Controlo das Organizações .....	32
4.1) Aquisição - <i>Takeover</i> .....	34
4.2) Fusão - <i>Merger</i> .....	36
4.3) Operações de M&A no âmbito do <i>Corporate Governance</i> .....	37
4.4) Medidas defensivas destinadas a frustrar o êxito de uma OPA .....	39
5) <i>Case Study</i> .....	44
Conclusão .....	46
Bibliografia.....	48



## Lista de siglas e abreviaturas

**AA.VV.** – Autores Vários

**Cfr.** – confrontar

**CG** – *Corporate Governance*

**CMVM** – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

**CSC** – Código das Sociedades Comerciais

**CVM** – Código dos Valores Mobiliários

**Ed.** – Edição

**EUA** – Estados Unidos da América

**IPCG** – Instituto Português de *Corporate Governance*

**nº** – número

**OCDE** – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

**p.** – página

**pp.** – páginas

**ROC** – Revisor Oficial de Contas

**ss.** - seguintes

**Vol.** – Volume



## Introdução

O debate em torno do *Corporate Governance* tem vindo a atrair uma enorme atenção ao longo dos anos, não só pelo facto de ser um tema transversal a diversas áreas de estudo, mas e sobretudo pela importância que representa para as sociedades na medida em que este se configura como um processo complexo e não como um resultado. Dada a sua complexidade e abrangência o presente estudo pretende focar-se em alguns dos principais aspetos determinantes na esfera do governo societário, entre os quais a remuneração dos administradores, nomeadamente a indagação por soluções conducentes a mitigar os efeitos de práticas remuneratórias débeis oriundas dos naturais conflitos de interesses que opõem administradores e acionistas, assim como o mercado para o controlo societário, na medida em que pretendemos averiguar se as boas práticas de governação societária são efetivamente um meio para garantir o crescimento sustentável e o sucesso das empresas.

A importância deste tema está intrinsecamente relacionada com a necessidade de organizar o processo de decisão e de fiscalização nas sociedades, de combater fraudes e de facilitar o acesso das empresas ao mercado de capitais, tendo em vista os princípios de transparência, equidade e responsabilidade social.

Tendo em consideração o que foi previamente referido, com a realização deste trabalho pretende-se compreender não só as repercussões que determinadas operações jurídico-societárias implicam para os interesses das sociedades e dos seus *stakeholders* mas também apurar se determinadas práticas de governo societário que partilham uma conexão com este tipo de operações contribuem para um crescimento sustentável das sociedades em causa ou, ao invés, conflituam com outros mecanismos do governo das sociedades. Neste sentido, refletiremos ainda se este tipo de atividade pode dissimular ou mesmo encorajar práticas de governo societário precárias.

Por fim, pretendemos realizar um estudo comparativo entre as boas práticas de *Corporate Governance* descritas ao longo do presente estudo e algumas das possíveis causas que estiveram na origem do colapso da Portugal Telecom (PT), isto é, tentaremos evidenciar os factos que se configuram como falhas óbvias de governo societário assim como perturbações a um íntegro funcionamento do mercado de controlo societário.

## **1) Corporate Governance: conceptualização**

Em sentido lato, *Corporate Governance*, doravante designado CG - também conhecido em português como o governo das sociedades – reporta-se ao conjunto de boas práticas de governo pelas quais as empresas se regem e asseveram a sua sustentabilidade.

Por outras palavras, o governo das sociedades pode ser definido como “o conjunto de regras e princípios que o órgão de gestão de uma sociedade anónima aberta deve respeitar no exercício da respetiva atividade; e que se caracteriza por incluir regras que visam tornar transparente a administração da sociedade, definir a responsabilidade dos respetivos membros (...)”<sup>1</sup>. Assume-se assim como o conjunto de regras<sup>2</sup>, práticas e processos pelos quais uma empresa é dirigida e controlada. Por outras palavras, “o governo de cada empresa deve contemplar mecanismos que induzam a uma eficiente afetação de recursos e mecanismos que exijam a responsabilização pelo modo como esses recursos são usados”<sup>3</sup>.

Sendo que desta forma o governo societário tem como objetivo promover a eficiência e a competitividade das empresas, fomentar a confiança nos mercados de capitais e desenvolver assim, a estabilidade financeira e o crescimento económico.

A globalização dos mercados de bens e serviços, acompanhada pela crescente integração e regulamentação dos mercados financeiros a nível global, veio incrementar a preponderância do CG na economia como facilitador da circulação de capitais e do tão importante investimento estrangeiro, uma vez que a adoção e prática de regras de gestão prudentes aumentam a confiança por parte dos investidores externos no mercado de capitais.

Atendendo a que, no atual contexto de globalização e situação dos mercados financeiros e de capitais, existe um afastamento crescente entre quem controla a organização e quem é o seu proprietário, o debate relativo ao governo das sociedades tem-se centrado, hoje em dia, em preocupações mais específicas. Estas preocupações situam-se em torno da responsabilidade de quem controla as organizações perante aqueles que têm interesse financeiro no sucesso das mesmas, normalmente os

---

<sup>1</sup> CUNHA, Paulo Olavo, “Direito das Sociedades Comerciais”, 4.<sup>a</sup> ed., Almedina, Coimbra, 2010, p.524.

<sup>2</sup> Tal como refere J. M. COUTINHO DE ABREU “ (...) o complexo das regras (legais, estatutárias, jurisprudenciais, deontológicas)” – AA.VV., “Miscelâneas”, Almedina, Coimbra, 2010, Vol. 6, p.9.

<sup>3</sup> Cfr. Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal, Instituto Português de *Corporate Governance*, 2006, p.13.

acionistas. Porém, com a discussão de quem deve ser considerado *stakeholder*<sup>4</sup>, o conceito pode ser bem mais abrangente.

Não é recente o reconhecimento de que a atuação do administrador na gestão de uma determinada sociedade, isto é, por norma na gestão do património alheio, se pode desviar da atuação que o mesmo teria na gestão dos seus próprios negócios ou património.<sup>5</sup> Como consequência deste desvio e naturalmente do afastamento entre a propriedade e a gestão de uma determinada organização surgem os denominados problemas de agência<sup>6</sup>. Deste modo, são considerados problemas ou custos de agência<sup>7</sup> aqueles que surgem quando a *performance* de uma entidade (o principal) depende da atuação de outra entidade (o agente), sendo que o problema reside essencialmente em motivar o agente para, na sua atuação, privilegiar os interesses do principal e não os seus. Segundo a visão de JENSEN e MECKLING a empresa abarca um complexo conjunto de contratos, explícitos e implícitos, entre a empresa e os seus funcionários, fornecedores, clientes, credores, e outros *stakeholders*, de tal maneira essencial que “o “comportamento” de uma empresa é como o “comportamento” de um mercado, ou seja, o resultado de um complexo processo de equilíbrio”<sup>8</sup>.

Para colmatar todas estas discrepâncias, ou pelo menos reduzi-las, tornou-se necessário a institucionalização de mecanismos, traduzidos em boas práticas de gestão, que são a questão central do CG. Assim boas práticas de CG são apontadas como formas de evitar os problemas de agência referidos anteriormente e como modo de reaver a confiança nas estruturas financeiras.

Em Portugal o tema começou a ser desenvolvido em 1999 com as recomendações<sup>9</sup> da CMVM. Estas recomendações consistiam num conjunto de regras de conduta que deviam ser seguidas pelas sociedades que negociavam em mercado regulamentado.

---

<sup>4</sup> Qualquer parte que tem interesse no desempenho de uma empresa e pode afetar ou ser afetada pelo negócio.

<sup>5</sup> Tal como refere ADAM SMITH “ (...) sendo administradores, mais do dinheiro de terceiros do que do seu próprio dinheiro, não se pode esperar que cuidem dele com a mesma vigilância aturada com que frequentemente os membros de uma sociedade privada cuidam do seu.” (SMITH, 2006), p.362.

<sup>6</sup> São três os problemas de agência identificados: os problemas de agência na relação entre os acionistas ou proprietários da sociedade (principais) e os administradores (agentes); os problemas de agência na relação entre os acionistas maioritários ou de controlo da sociedade (agentes) e os acionistas minoritários (principais); os problemas de agência na relação entre a sociedade (agente) e os terceiros (*stakeholders*) com quem ela se relaciona, tais como clientes, trabalhadores e credores (principais).

<sup>7</sup> “ Os *agency costs* correspondem ao custo dos investimentos necessários para assegurar que os agentes ajustem a sua conduta contratual em função dos interesses do principal, sendo certo que, quanto maior a complexidade das tarefas a desempenhar pelo agente ou quanto maior discricionariedade lhe for dada, maiores serão os *agency costs*.” - (REQUICHA FERREIRA, 2015), p.55.

<sup>8</sup> Cfr. JENSEN, Michael e William Meckling, “The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 1976, Vol. 3, n.º 4, pp. 305-360.

<sup>9</sup> CMVM (1999), Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas.

Porém, foi veementemente rejeitada<sup>10</sup> pela Comissão Europeia uma abordagem baseada na autorregulamentação pelo mercado, isto é, alicerçada exclusivamente em recomendações não vinculativas, dado que foi preconizado que tal solução não seria suficiente para garantir um bom governo das sociedades. Contudo, tais recomendações foram sofrendo revisões, sendo que a mais urgente e marcante a ser tomada foi a implementação do princípio “*comply or explain*” conjugado com a introdução de uma Declaração Anual sobre o Governo das Sociedades<sup>11</sup>. Destarte, é evidente a conjugação resultante deste princípio com a obrigatoriedade de divulgação de um relatório detalhado sobre a estrutura e respetivas práticas de governo societário. A título de exemplo veja-se as alíneas n) e o), do n.º 1 do artigo 245.º-A do CVM, assim como, o n.º 1 do artigo 1.º do Regulamento da CMVM n.º 4/2013 relativamente ao governo das sociedades. Não obstante, este ónus não se fica por aqui, se não, veja-se o artigo 2.º do Regulamento supra referido que decreta a adesão das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ao Código da CMVM ou outro código de governo societário emitido por entidade competente para o efeito<sup>12</sup>. Em suma, desta conjugação resulta a exigência de apresentação de uma justificação objetiva quando não se verifique o cumprimento das disposições de um determinado código de governo societário em vigor<sup>13</sup>.

---

<sup>10</sup> Vide “Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union, A plan to Move Forward”, Bruxelas, 21 de Maio de 2003.

<sup>11</sup> Declaração atualmente de carácter obrigatório evidenciado pelo artigo 245.º-A do CVM. Assim, as sociedades cotadas deveriam ser obrigadas a incluir nos seus documentos anuais uma declaração coerente e descritiva, que enumerasse os elementos fundamentais das suas estruturas e práticas no domínio do governo das sociedades. De facto, este princípio ao conjugar um código voluntário com normas injuntivas sobre a divulgação do seu cumprimento ou não, procura conseguir uma maior adesão e consequente cumprimento das boas práticas de governo societário. – cfr. MANUEL CARNEIRO DA FRADA, “Ou cumpres ou explicas-te?”/Sobre a soft law no governo societário, III Congresso Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, 2014, p.340.

<sup>12</sup> A título de exemplo veja-se: IPCG (2017), Código de Governo das Sociedades, Lisboa.

<sup>13</sup> Para mais desenvolvimentos veja-se: Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal, Instituto Português de *Corporate Governance*, 2006, pp. 67 e 138.

## **2) Modelos de Governo Societário**

Os mecanismos de tomada de decisão e de fiscalização variam de país para país, sendo que o adotado em cada país é influenciado pelas características da estrutura acionista<sup>14</sup>, assim como pela estrutura e funcionamento dos mercados de capitais em que as empresas atuam. Considerando que a estrutura acionista de uma empresa influencia a frequência dos já referidos problemas de agência e de outros obstáculos à criação de valor é determinante a sua influência no desenvolvimento dos modelos de governo societário.

Todavia, é reiterada a existência de dois sistemas principais de governo das sociedades: o modelo continental (usualmente referenciado pela doutrina internacional por *stakeholder model*) e o modelo anglo-saxónico (comumente designado por *shareholder model*).

### **2.1) Modelo Continental – Stakeholder Model**

Na ótica deste modelo qualquer sujeito que influencia ou pode influenciar a empresa, desde os investidores aos clientes, é considerado uma parte interessada. Por conseguinte, a abordagem<sup>15</sup> realizada por este modelo é de longo prazo, isto é, a administração é sensível a diversos quadrantes da organização e procura desenvolver e implementar estratégias neste mesmo sentido, como por exemplo programas de formação para os seus colaboradores o que contribui para a retenção dos mesmos. Este tipo de abordagem também instiga os investidores para a proteção contra ofertas públicas de aquisição (OPA's) hostis.

Tendo em consideração que este modelo está conotado com os países da Europa continental, e considerando o seu surgimento na Alemanha não é de admirar este maior grau de proteção, o que em última instância pode ajudar a explicar o ambiente de relações industriais relativamente pacífico na Alemanha.

---

<sup>14</sup> A estrutura acionista de uma empresa é marcada pela caracterização e peso dos seus acionistas no total das ações que a empresa dispõe, o que determina que uma empresa pode ter propriedade concentrada ou amplamente dispersa.

<sup>15</sup> No que diz respeito a esta abordagem é de destacar “Os mecanismos paralelos ao mercado, sob a forma de cooperação entre atores privados (relações a longo prazo entre bancos e empresas industriais, participação dos trabalhadores no capital da própria empresa empregadora), são permitidos e por vezes estão mesmos previstos na legislação.” (RODRIGUES, 2009), p.121.

No que diz respeito à estrutura dos órgãos de administração, em múltiplos países da Europa continental predomina o chamado modelo dualista ou *Double Tier*, caracterizado pela existência de dois órgãos com responsabilidade pela administração da empresa, existindo uma clara distinção e segregação entre as funções de supervisão e as funções de gestão.

## 2.2) Modelo Anglo-Saxónico – Shareholder Model

Este modelo pode ser perspectivado como orientado para o mercado financeiro, uma vez que os mercados são a principal fonte de capital para as empresas, desta forma os investidores têm mais poder na determinação das políticas empresariais. Considerando que este modelo mais liberal é característico em países como os EUA ou o Reino Unido, mas também nos demais países de expressão e influência anglo-saxónica, é de compreensão tácita que a implementação deste modelo seja realizada sob a premissa de que predominantemente a estrutura de propriedade entre as empresas cotadas nestes países encontra-se dispersa<sup>16</sup> por uma colossal proporção de acionistas pouco intervenientes.

Contrariamente ao modelo continental, no modelo anglo-saxónico o mercado externo pelo controlo das empresas é bastante ativo<sup>17</sup>, não podendo também ser descurada a ênfase e relevância dada ao retorno do investimento do acionista no curto prazo. Com tal priorização de ganhos a curto prazo, é desencorajada uma abordagem de longo prazo e orientada para o desenvolvimento do capital humano.

Ademais, pensamos ser da maior relevância esclarecer que além dos principais sistemas de governo das sociedades previamente descritos existem em Portugal três modelos de governo das sociedades consoante a estrutura do órgão de administração<sup>18</sup> e fiscalização adotados.

---

<sup>16</sup> No que diz respeito a esta dispersão é de constatar “ (...) que entre as 20 maiores empresas cotadas a percentagem de empresas com capital totalmente disperso (isto é, empresas que não têm qualquer acionista com pelo menos 10 por cento dos direitos de voto), no final de 1995, era de 90 por cento nos EUA e de 80 por cento no Reino Unido.” - Cfr. Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal, Instituto Português de *Corporate Governance*, p.21.

<sup>17</sup> Neste âmbito, “ (...) processos de aquisição hostil são vistos como mecanismos de disciplina dos gestores, permitindo a transferência do controlo de gestores ineficientes para gestores eficientes, fomentando assim a convergência de interesses entre os gestores e os acionistas.” (RODRIGUES, 2009), p.121.

<sup>18</sup> De notar que a função desempenhada pelo órgão de administração e a sua articulação com os restantes órgãos societários tem contornos necessariamente distintos nos diversos modelos, todavia, em qualquer

Em Portugal a administração e fiscalização de uma sociedade podem ser estruturadas segundo um de três modelos<sup>19</sup>:

- i. Modelo latino, clássico ou monista<sup>20</sup>, sustentado por uma estrutura constituída por três órgãos: a Assembleia Geral, o Conselho de Administração e o Conselho Fiscal ou Fiscal Único<sup>21</sup>. O Conselho de Administração é composto por administradores executivos e não executivos com competência para gerir as atividades da sociedade, embora se possa delegar a gestão executiva numa comissão executiva ou em determinadas circunstâncias se possa optar pela existência de um administrador único<sup>22</sup>. Por seu turno, os membros do Conselho Fiscal são maioritariamente independentes<sup>23</sup>, e obrigatoriamente detentores das qualificações e experiência necessárias para o exercício das respetivas funções nos termos do artigo 414.º, nº3 do CSC.
- ii. Modelo continental, dualista ou também denominado *double-tier*<sup>24</sup>, baseado numa disposição constituída por quatro órgãos, a salientar, a Assembleia Geral, Conselho Geral e de Supervisão (CGS), Conselho de Administração Executivo (CAE) e ROC. O CGS é composto por membros eleitos pela Assembleia Geral, e os mesmos podem ser ou não acionistas, sendo que têm como objetivo o desempenho de um papel de fiscalização e de controlo dos administradores executivos, assim como de avaliação da *performance* dos membros do CAE. No que lhe concerne, o CAE é formado por membros eleitos pelo CGS ou pela Assembleia Geral<sup>25</sup>, tendo como primordial competência a gestão da sociedade. Naturalmente, e conforme a alínea a), do nº6 do artigo 425.º do CSC, não podem ser eleitos ou designados para as funções de membros do CAE

---

um deles, os órgãos relevantes têm a sua legitimidade diretamente decorrente da Assembleia Geral, excetuando os membros do Conselho de Administração Executivo, os quais, na ausência de disposição estatutária em contrário, são nomeados pelo Conselho Geral e de Supervisão.

<sup>19</sup> Possibilidade apenas existente desde a alteração legislativa operada pelo Decreto-Lei nº 76-A/2006, de 29 de Março. Previamente, o CSC apenas previa a possibilidade de opção entre o Modelo Monista ou o Modelo Dualista.

<sup>20</sup> Modelo previsto na alínea a) do nº1 do artigo 278.º do CSC.

<sup>21</sup> Existe ainda a possibilidade no âmbito deste modelo da inclusão de um ROC, passando assim a denominar-se modelo monista reforçado ou latino reforçado.

<sup>22</sup> Possibilidade prevista no nº2 do artigo 278.º do CSC.

<sup>23</sup> Podemos considerar um membro independente aquele que não esteja associado a qualquer grupo de interesses nem se encontre em situação suscetível de afetar a sua isenção, nos termos do nº5 do artigo 414.º do CSC.

<sup>24</sup> Modelo previsto na alínea c) do nº1 do artigo 278.º do CSC.

<sup>25</sup> Cfr. Artigo 425.º, nº1, alíneas a) e b) do CSC.

aqueles que já sejam membros do CGS da mesma sociedade. De assinalar ainda que ao contrário do modelo latino, nesta perspetiva dualista o *Chairman*<sup>26</sup> e o *Chief Executive Officer*<sup>27</sup> (CEO) são obrigatoriamente duas pessoas distintas. Existe ainda a possibilidade no âmbito deste modelo da criação no seio do CGS de comissões especializadas para o exercício de determinadas funções, como são exemplo a fixação da remuneração dos membros do CAE ou a realização de fiscalização financeira<sup>28</sup>. Contudo, a criação destas comissões é em determinados casos imperativa<sup>29</sup>, passando assim a denominar-se modelo dualista reforçado.

- iii. Modelo anglo-saxónico, ou também denominado *one-tier*<sup>30</sup>, organizado segundo uma disposição constituída por três órgãos, nomeadamente, a Assembleia Geral, o Conselho de Administração e o ROC. Em analogia com o modelo latino o governo da sociedade está exclusivamente delegado a um órgão de administração, porém, existe um elemento diferenciador tendo em consideração que no âmbito deste modelo o Conselho de Administração compreende uma Comissão de Auditoria com funções de fiscalização<sup>31</sup>. Confrontando o nº2 do artigo 423.º-B do CSC é possível verificar que esta comissão terá de ser constituída necessariamente por três elementos<sup>32</sup>. É de destacar ainda a impossibilidade dos membros desta comissão exercerem funções executivas na mesma sociedade apesar de serem eleitos em conjunto com os demais administradores executivos. Por sua vez, e autonomamente dos órgãos referidos previamente atua o ROC, este também com competência para a fiscalização da sociedade.

---

<sup>26</sup> Presidente do Conselho de Administração.

<sup>27</sup> Presidente do Conselho Geral e de Supervisão.

<sup>28</sup> Exemplos de funções providenciadas pelo legislador no artigo 444.º, nº 1 e 2 do CSC. Sendo que a fiscalização financeira é levada a cabo pela denominada Comissão para Matérias Financeiras.

<sup>29</sup> A título de exemplo, no caso das Sociedade Abertas, assim como nas Grandes Sociedades Anónimas. - cfr. Artigo 444.º, nº2 do CSC.

<sup>30</sup> Modelo previsto na alínea b) do nº1 do artigo 278.º do CSC.

<sup>31</sup> Para mais desenvolvimentos sobre a competência da Comissão de Auditoria veja-se o artigo 423.º-F do CSC.

<sup>32</sup> Elementos que fazem parte do Conselho de Administração, todavia não exercem funções executivas nos termos do nº3 do artigo 423.º-B do CSC.

Após uma breve descrição dos modelos através dos quais as sociedades se podem organizar cremos ser imprescindível relembrar que o princípio “*comply or explain*” foi concebido com o intuito de consentir flexibilidade às empresas, sendo que o mesmo tem em linha de conta que estas não são todas iguais segundo o princípio “*one size doesn’t fit all*”<sup>33</sup>, isto é, nenhum modelo é único no âmbito do CG<sup>34</sup>, não obstante, julgamos que apesar da existência de argumentos a favor e contra os diferentes modelos a sua aplicação é primordial na obtenção de um melhor desempenho por parte das sociedades.

Deste modo, o desafio normativo em causa implica o desenvolvimento de estruturas regulatórias segundo as quais a competição entre diferentes formas de estruturas de propriedade possa ocorrer sem distorções, tendo em consideração que a comparação entre as diferentes estruturas de propriedade mostra diferentes potenciais e riscos em cada uma, ou seja, nem a análise conceitual nem os dados empíricos favorecem uma estrutura sobre a outra, visto que as estruturas possuem as suas próprias vantagens assim como problemas de agência específicos.

### **3) O Conselho de Administração**

As boas práticas de CG tornaram-se uma necessidade prosseguida por todos os países e organizações, já não estando restringidas às atividades de organizações publicamente cotadas nas economias avançadas, de tal modo que “a doutrina assegura que os efeitos do governo das sociedades são já suficientemente marcantes para se poder concluir: não estamos perante um mero efeito de moda mas, antes, em face de um movimento de fundo, com consequências duradouras na panorâmica societária”<sup>35</sup>.

Neste sentido, e tendo em conta que a análise de qualquer modelo de CG evoca como referência essencial a reflexão em torno da posição jurídica dos titulares dos órgãos de

---

<sup>33</sup> Neste âmbito, a possibilidade de escolha entre diferentes modelos permite às sociedades sinalizar ao mercado a sua diferença, o que em última instância pode facilitar, por exemplo, a obtenção de financiamento externo, particularmente em regimes menos transparentes e que providenciam uma menor proteção aos acionistas minoritários. A título de exemplo, em 2001 a Bolsa de Valores de São Paulo inaugurou um novo segmento de mercado denominado Novo Mercado, que tinha como propósito permitir às sociedades que queriam diferenciar-se de outras sociedades Brasileiras e seguir as melhores práticas internacionais de CG. – cfr. MATUCHESKI, S. *et al.* – “Governança corporativa e volatilidade das ações negociadas na Bovespa na crise financeira de 2008” em Revista Brasileira de Estratégia, Curitiba, 2009, Vol. 2, nº 2, pp. 173-179.

<sup>34</sup> Aliás a existência de diferentes modelos de CG são uma das variáveis que mais afetam a possibilidade de adoção de um quadro jurídico uniforme. – cfr. TSAGAS, G. - “EU Takeover Regulation: one size can’t fit all” em International Journal of Private Law, 2011, Vol. 4, nº1, p.173.

<sup>35</sup> (CORDEIRO, 2016), p.894.

administração<sup>36</sup>, mas também tendo em linha de conta que os problemas relativos à governação das sociedades estão hodiernamente delimitados e dizem respeito à “repartição de competências entre órgão deliberativo-interno e órgão de administração; à organização, composição e funcionamento do órgão administrativo-representativo, modos de designação e de destituição dos administradores, remuneração, deveres e responsabilidades deles; aos meios de controlo interno e externo das sociedades”<sup>37</sup>, somos da opinião que urge realizar uma análise mais profunda dos seguintes corolários:

- i. A coabitação entre administradores executivos e não executivos;
- ii. O sistema remuneratório dos administradores;

Em acréscimo, procuraremos dar uma resposta perante a questão de saber se tais fatores previamente enumerados efetivamente influenciam as boas práticas de CG, assim como o desempenho das sociedades em causa.

### **3.1) Coabitação entre administradores executivos e não executivos**

Antes de mais cumpre esclarecer que um administrador executivo é um membro do Conselho de Administração que tem responsabilidades de gestão. Por sua vez, um administrador não executivo é um membro do Conselho sem responsabilidades pela gestão diária das operações da organização.

Os administradores não executivos representam os interesses dos proprietários da organização e têm como primordial função garantir que as ações dos executivos, bem como as decisões tomadas em sede de Conselho de Administração, promovam o sucesso organizacional<sup>38</sup>. Porém, estes devem manter um razoável afastamento das funções de gestão, de modo a que se encontrem habilitados a precisamente desafiar e monitorizar as ações realizadas pelos administradores executivos, monitorização que cremos ser realizável num patamar intermédio entre acionistas e gestores.

---

<sup>36</sup> No que diz respeito a esta importância, é de destacar os artigos 64.º, 405.º e 406.º do CSC. “O Conselho de Administração é o órgão que executa a vontade social, estando adstrito ao dever de diligência na prática de todos os atos e operações insertas no seu objeto social, tendo em conta o interesse da sociedade, dos seus acionistas e dos trabalhadores.” (RODRIGUES, 2009), p.243. Assim, não pode dissociar-se a estrutura do órgão de administração dos modelos de governo das sociedades anónimas.

<sup>37</sup> (ABREU, 2010), p.7.

<sup>38</sup> “Assim, do ponto de vista de um governo equilibrado das sociedades, a questão de base é a de assegurar, a maximização do desempenho dos administradores e do órgão em que se inserem de acordo com o interesse da sociedade e não de acordo com o seu próprio interesse.” (RODRIGUES, 2009), p.243.

Contudo, o problema de coabitação entre estes dois tipos de administradores surge tendo em consideração que “aos administradores não executivos são igualmente cometidas as funções de fiscalização e de controlo dos administradores executivos, bem assim como a definição de objetivos, a avaliação de desempenho, a elaboração de propostas de demissão ou nomeação de tais administradores executivos”<sup>39</sup>.

Parece-nos que as melhores práticas de governação só podem ser alcançadas através da comunicação continuada, e discussões numa base a longo prazo, no contexto de uma relação transparente e mutuamente apoiada entre administradores executivos e administradores não executivos.

A ênfase na componente da fiscalização atribuída aos administradores não executivos é suscetível de prejudicar a relação entre executivos e não executivos, e, em particular, pode prejudicar o desempenho dos administradores não executivos, quer quanto ao cumprimento dos seus deveres de vigilância (desde logo, por falta de disponibilidade, recursos e, muitas vezes, competências específicas), quer quanto ao seu papel na definição da estratégia da sociedade.

### **3.2) Sistema remuneratório dos administradores**

Apesar da contínua tentativa de aprimorar, melhorar e otimizar as regras de governo societário, as limitações persistem, sendo que a temática das políticas remuneratórias pouco transparentes praticadas no seio dos grandes grupos económicos sempre esteve no centro do debate público. Por conseguinte, e tendo em mente que o objetivo do sistema remuneratório dos administradores sempre foi “o de alinhar a estrutura remuneratória com os interesses cuja prossecução incumbe à administração”<sup>40</sup>, consideramos imprescindível perante a conjuntura atual a indagação por soluções exequíveis e conducentes a mitigar os efeitos de práticas remuneratórias débeis oriundas dos naturais conflitos de interesses que opõem administradores e acionistas.

---

<sup>39</sup> Cfr. Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal, Instituto Português de *Corporate Governance*, p.146.

<sup>40</sup> (OLIVEIRA, 2017), p.207. Todavia, este designio pela existência de uma concomitância de interesses torna-se por vezes uma mera quimera, uma vez que num cenário de crise, os administradores de uma sociedade que se encontre numa situação financeira fragilizada tentarão fazer os possíveis para ocultar esta situação negativa aos mercados, correndo na maior parte dos casos riscos desmesurados na tentativa de adiar e camuflar a situação societária de declínio eminente, sempre com o intuito de manterem as suas remunerações durante o máximo período de tempo possível.

Fundamental na progressão do problema que ora se expõe será analisar o regime aplicável em matéria de remuneração dos administradores previsto pelo legislador português no CSC.

### **3.2.1) Fixação da remuneração**

Em conformidade com o n.º1, do artigo 399.º do CSC, nas sociedades que adotem o modelo latino ou anglo-saxónico (previamente descritos), a fixação da remuneração dos administradores compete aos acionistas da sociedade, por deliberação, em sede de Assembleia Geral, ou em alternativa esta competência fica incumbida a uma comissão por aquela nomeada. Por sua vez, nas sociedades que adotem o modelo continental *supra* descrito, o artigo 429.º do CSC determina a aplicação do artigo 399.º à remuneração dos membros do conselho de administração executivo, no entanto e tendo em consideração a competência, esta pode pertencer ao CGS ou a uma comissão de remunerações por este instituída, exceto se o contrato de sociedade determinar que essa competência pertence à assembleia geral dos acionistas ou a uma comissão por ela nomeada<sup>41</sup>.

### **3.2.2) Componentes e modalidades da remuneração**

Mediante o estabelecido, no artigo 399.º n.º2 do CSC, a remuneração pode ser certa<sup>42</sup> ou consistir parcialmente numa percentagem dos lucros de exercício, tendo necessariamente sempre em consideração as funções desempenhadas e a situação económica da sociedade, nos termos do n.º 1 do mesmo artigo.<sup>43</sup> Assim, pelo exercício

---

<sup>41</sup> Neste âmbito importa deixar claro a imperatividade de tais normas, uma vez que não é lícita a fixação de remunerações por outras vias que não as indicadas nestes preceitos legais, a título de exemplo, qualquer deliberação dos sócios que introduza no estatuto social a possibilidade de o Conselho de Administração determinar a remuneração dos seus membros será nula nos termos do artigo 56.º, n.º1, alínea d) do CSC.

<sup>42</sup> Pese embora o facto de a parte certa da remuneração englobar usualmente importâncias em dinheiro, não é de todo incomum a existência de componentes acessórias não monetárias. “Por exemplo, utilização de viatura automóvel da sociedade (para fins profissionais e privados), utilização de casa de habitação fornecida pela sociedade, seguros vários com prémios pagos pela sociedade.” – AA.VV., “Código das Sociedades Comerciais em comentário”, Almedina, 2013, Vol. VI, p.356.

<sup>43</sup> Para mais desenvolvimentos veja-se: POÇAS, Carlos Eduardo de Castro (2012) - *Corporate governance: a composição e o estatuto remuneratório do órgão de administração*, Tese de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa, p.18. O autor considera que “na elaboração da política de remunerações, o órgão competente deve adequar numa proporcionalidade direta a retribuição do administrador, face ao seu índice de qualificação, adicionado ao coeficiente de complexidade e responsabilidade das funções por ele desempenhadas, sem desconexionar a disponibilidade económica

das suas funções os administradores podem ser recompensados com uma remuneração constituída por uma componente fixa e/ou variável.

No que diz respeito às modalidades de remuneração variável mais utilizadas<sup>44</sup>, estas podem assumir as mais diversas configurações que não a participação nos lucros, designadamente a atribuição de bónus anuais, os prémios em ações<sup>45</sup> ou ainda as *stock options*<sup>46</sup>.

Em Portugal, a fixação de bónus anuais como forma de premiar a gestão em função dos resultados obtidos pela sociedade é, ainda, a modalidade de remuneração variável mais praticada<sup>47</sup>, o que demonstra que a estrutura de remuneração é ainda razoavelmente conservadora face a outros países, nomeadamente EUA ou Reino Unido.

No que respeita às *stock options*, estas podem ser atribuídas mediante determinados requisitos possibilitando aos administradores o direito de adquirir<sup>48</sup> ações da sociedade de modo derivado, que representa a opção de aquisição em sentido estrito, ou subscrevendo novas ações, o que representa a opção de subscrição.

Os planos de remuneração baseados em *stock options* sempre foram mais frequentes nos países anglo-saxónicos<sup>49</sup> do que em Portugal, especialmente antes da

---

vigente à data e previsível *à posteriori* da sociedade em causa, nunca ignorando as mais recentes evoluções”.

<sup>44</sup> Importa aqui ressaltar que apesar da existência de múltiplas modalidades de remuneração variável não pretendemos desenvolver uma análise profunda de todas elas, tendo em consideração que tal extravasa o âmbito de realização da presente dissertação. Contudo, e para mais desenvolvimentos acerca deste tópico, *vide*, entre outros: CUNHA, Paulo Olavo, “Direito das Sociedades Comerciais”, 4.<sup>a</sup> ed., Almedina, Coimbra, 2010, pp.797 e ss., e ainda, JIMÉNEZ, Javier Ibáñez, “Stock Options, regulación, economía, política retributiva y debate social”, Dykinson, Madrid, 2000, pp.75 e ss.

<sup>45</sup> A título de exemplo a NOS entregou, em 2015, a um conjunto de membros dos órgãos de administração um volume de 1864022 ações, correspondentes a 0,36% do capital social da empresa, que foram adquiridas com desconto por um valor nominal de 0,01 euros cada, naturalmente e na maioria dos casos estas ações são vendidas aos administradores “por um preço inferior ao do mercado ou em condições especialmente vantajosas”. - AA.VV., “Código das Sociedades Comerciais em comentário”, Almedina, 2013, Vol. VI, p.57.

<sup>46</sup> Opções de aquisição e de subscrição de ações, que correspondem a um modo de remuneração dos gestores através de contratos de opções de compra de ações das sociedades que estes administram, com a finalidade bem delineada de os motivar para o bom desempenho das suas funções no sentido de maximizar o valor da sociedade da qual são também proprietários. – Em “O que são *stock options*?”, 27 de Abril de 2011. <https://www.portal-gestao.com/artigos/6559-o-que-sao-stock-options.html>, consult. em Janeiro de 2018.

<sup>47</sup> Tendo em consideração a estrutura de remuneração, em Portugal a componente fixa representa cerca de 60% e a componente variável 40%, porém no que concerne à remuneração variável, o bónus chega aos 30%, sendo o benefício com maior expressão. – Em “Estudo Mercer – Remuneração de Executivos de Topo”, 26 de Janeiro de 2016. <https://www.mercer.pt/newsroom/estudo-mercero-remuneracao-de-executivos-de-topo.html>, consult. em Janeiro de 2018.

<sup>48</sup> Assim a sociedade atribui aos administradores o direito potestativo, e não a obrigação, de futuramente e por um preço previamente estipulado (*strike price*) adquirirem ações da sociedade.

<sup>49</sup> Facto compreensível analisando as diferenças evidentes nos mercados destes países, nomeadamente a maior dispersão de capital, uma vez que os pequenos investidores receiam ter dificuldade de transmitir as suas ações.

descoberta da ocorrência de fraudes milionárias em empresas cotadas como a Enron, a Parmalat ou a WorldCom<sup>50</sup>, que conduziram a que este tipo de modalidade alternativa de remuneração fosse sendo retirada não só do panorama societário europeu, mas também do português.

### **3.2.3) Principais problemas da estrutura remuneratória e o seu impacto no governo das sociedades**

Aqui chegados, cumpre apurar se a prática de uma política remuneratória baseada em componentes variáveis pode efetivamente promover um alinhamento entre os interesses dos administradores e dos acionistas, visto que a política de remuneração dos executivos apesar de, a princípio, ter sido pensada como mecanismo de CG e colocada em prática com o desígnio de resolver problemas de agência, evoluiu ela própria para um problema de CG, questionando-se a visível e mais que comprovada falta de ligação entre este tipo de estrutura remuneratória e a *performance* da sociedade<sup>51</sup>.

Apesar de ter sido concebida como um mecanismo idóneo a mitigar os custos associados aos problemas de agência e de igual modo profícua no recrutamento e retenção de capital humano com elevada qualidade e talento profissional, a remuneração com carácter variável, nomeadamente a atribuição de ações, pode igualmente incentivar a adoção de estratégias societárias de curto prazo promotoras de um rápido aumento da cotação das ações<sup>52</sup>. Acresce que estas estratégias estão normalmente associadas a uma assunção excessiva de riscos por parte dos administradores, além disso, e com o intuito de obter determinados resultados que justifiquem a elevada cotação das ações, dos quais diretamente beneficiarão, estes optam por vezes pelo recurso a procedimentos

---

<sup>50</sup> Após a realização das necessárias auditorias ficou patenteado que os (aparentemente) avultados resultados económicos que estas empresas apresentavam resultavam da definição de estratégias de curto prazo em detrimento de estratégias de sustentabilidade, visto que quanto melhor fosse o desempenho económico-financeiro maior seria o retorno sob a forma de *stock options* para os administradores.

<sup>51</sup> No que diz respeito a esta falta de ligação é de destacar o célebre caso do Lehman Brothers, em que as causas do seu colapso podem ser rastreadas até à disfunção do conselho de administração e ao problema de agência. Neste caso, e apesar de muitos administradores mas também vários funcionários serem detentores de uma pequena parte do capital da empresa, o seu declínio foi irreversível. – cfr. KIM, Y., “The Agency Problem of Lehman Brothers’ Board of Directors”, Illinois Business Law Journal, 28 de Abril de 2016. <https://publish.illinois.edu/illinoisblj/2016/04/28/the-agency-problem-of-lehman-brothers-board-of-directors/>, consult. em Fevereiro de 2018.

No que diz respeito a Portugal e na esteira de vários estudos ficou constatado não existir uma relação direta entre o nível de remuneração e a *performance* da sociedade. – Para mais desenvolvimentos veja-se: FERNANDES, N. – “Board Compensation and Firm Performance: The Role of “Independent” Board Members”, ECGI Finance Working Paper in, n°104/2005, Outubro de 2005, pp.9 e ss.

<sup>52</sup> AA.VV., “Código das Sociedades Comerciais em comentário”, Almedina, 2013, Vol. VI, p.357.

enviesados que permitam a apresentação de resultados rapidamente visíveis, designadamente a manipulação financeira e contabilística<sup>53</sup>.

Definitivamente estas estratégias não melhoram a *performance* de uma sociedade e produzem um impacto contraproducente no seu governo, na realidade quando estas são executadas para transmitir ao mercado uma impressão de crescimento de valor acrescentado, o resultado é precisamente o oposto uma vez que destroem o real valor de uma empresa.

Pensamos ser de enorme relevância abordar outros dos problemas relacionados com a remuneração variável, uma vez que este tipo de estrutura remuneratória “por vezes não distingue os fatores que dependem da atuação do administrador de outros puramente conjunturais”<sup>54</sup>. Por vezes o desempenho dos administradores acaba por ser avaliado de forma errada mas estes continuam a receber as suas retribuições variáveis. Para tal, ponderemos uma situação em que os lucros obtidos por uma sociedade não advieram, de todo, da atuação direta do administrador mas sim das condições favoráveis do mercado em determinada altura. Tal facto apesar de em nada estar relacionado com a atuação dos administradores não afasta a remuneração por estes esperada, ou seja, estes mediante a apresentação de resultados mínimos são premiados independentemente da conjuntura pela qual a sociedade atravessa. Julgamos ainda desajustada a manutenção destes tipos de retribuição variável nos casos em que os resultados são negativos.

Além disso, um problema há muito suscitado no seio da estrutura remuneratória está relacionado com a discrepância dos rendimentos entre executivos e trabalhadores<sup>55</sup>.

---

<sup>53</sup> Citando caso análogo, temos a afamada utilização do “Repo 105” conhecido dentro do Lehman Brothers como um “truque de contabilidade”. Deste modo, o banco numa transação de recompra ordinária conseguia financiar-se a curto prazo vendendo ativos com a promessa de comprá-los mais tarde, no entanto e porque realmente se tratava de um financiamento ao invés de uma venda, os ativos deveriam permanecer no balanço do Lehman, mas através do “Repo 105” a instituição expunha a transação como uma venda e assim os ativos de risco desapareciam do balanço, o que se consubstancia numa total dissimulação da contabilidade. Resta referir que esta prática envolvia quantias astronómicas, especialmente numa altura em que se tentava resgatar o banco do declínio eminente. A título de exemplo no primeiro e segundo trimestres de 2008, a Lehman Brothers fez uso do “Repo 105” para reduzir o seu balanço em 50 biliões de dólares. – cfr. DE LA MERCED, M./WERDIGIER, J., “The Origins of Lehman’s ‘Repo 105’”, The New York Times, 12 de Março de 2010. <https://dealbook.nytimes.com/2010/03/12/the-british-origins-of-lehmans-accounting-gimmick/>, consult. em Fevereiro de 2018.

<sup>54</sup> (OLIVEIRA, 2017), pp.208-209.

<sup>55</sup> No que diz respeito a esta disparidade é de realçar o facto de os presidentes da Comissão Executiva das empresas nacionais cotadas receberem em média 25 vezes mais do que a média dos restantes trabalhadores das empresas., sendo que no caso mais desigual esta diferença ultrapassou as 130 vezes, segundo uma análise realizada pela Proteste Investe. – cfr. “Campeões da Desigualdade”, Proteste Investe, ed.995, Junho de 2017. <https://www.deco.proteste.pt/investe/20170620/ceo-ganham-25-vezes->

Apesar de admitirmos a possibilidade de a remuneração variável poder desempenhar um importante papel no alinhamento dos interesses dos administradores com os da sociedade, e em última instância com os dos sócios, consideramos ainda assim que esta apresenta fragilidades óbvias, nomeadamente “por poder conduzir a incentivos perversos à adoção de estratégias de curto prazo, em prejuízo da sustentabilidade da sociedade e do retorno a longo prazo”<sup>56</sup>.

#### **3.2.4) Proposta de Soluções**

No que concerne à remuneração dos administradores, nomeadamente à componente variável e a todos os problemas a ela associados, apesar de o artigo 399.º do CSC preceituar algumas limitações legais<sup>57</sup> a esta componente somos da opinião que a determinação de um “pacote remuneratório ideal”<sup>58</sup> envolve outra complexidade. No entanto julgamos que a melhoria da atual estrutura remuneratória é possível e poderá ter como base um maior envolvimento dos acionistas no que à definição da remuneração dos administradores diz respeito, uma maior exigência na divulgação de informação relativa à remuneração e, especialmente, através de uma melhor demarcação no que concerne à avaliação do desempenho de uma empresa, porquanto urge definir se os administradores são remunerados pelo desempenho da empresa ou, ao invés, pelo desempenho do mercado.

Considerando que o escopo da estrutura da remuneração é, sempre, garantir que os administradores tenham uma atuação alinhada com os interesses a longo prazo dos acionistas, julgamos ser necessário garantir a existência de uma concreta ligação entre a sua compensação e o efetivo desempenho da empresa. Apesar de o Código de Governo das Sociedades do IPCG recomendar que uma parte da remuneração dos administradores tenha natureza variável e reflita o desempenho sustentado da sociedade<sup>59</sup>, somos da opinião que para tal acontecer é necessário que a concessão destas componentes variáveis esteja sujeita a critérios previamente estipulados e mensuráveis, algo que, presentemente, ainda não é regra pois em muitos casos a

---

[mais-do-que-a-media-dos-trabalhadores-Content\\_disparidadesalarial\\_CEOportugueses\\_s5146624.pdf](#), consult. em Março de 2018.

<sup>56</sup> (OLIVEIRA, 2017), p.208.

<sup>57</sup> Cfr. Artigo 399.º, n.º1 e 2 do CSC.

<sup>58</sup> GOMES, Fátima, “Remuneração de Administradores de Sociedade Anónimas “Cotadas”, em geral e no Sector Financeiro em particular”, I Congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Coimbra, 2011, p. 309.

<sup>59</sup> Recomendação V.3.1. do IPCG (2017), Código de Governo das Sociedades, Lisboa.

avaliação do desempenho das empresas é realizada através de dados contabilísticos ou financeiros como previamente descrevemos<sup>60</sup>. Quando for concedida uma componente variável de remuneração a sociedade deve ter a possibilidade de recuperar parte desta componente no caso de a ligação entre *performance* e remuneração ter por base dados que se revelaram subseqüentemente incorretos, ou ainda nos casos em que tenha ocorrido insucesso na obtenção da *performance* desejada.

Considerando que a maioria dos problemas associados à remuneração dos administradores advém da sua componente variável, cremos que o essencial será determinar como esta deve ser fixada. Para tal sugerimos a aplicação de dois instrumentos já muito discutidos na doutrina: a remuneração diferida e as *clawbacks provisions* ou cláusulas de reversão. Relativamente ao primeiro mecanismo partilhamos da opinião da utilidade da sua aplicação como forma de corrigir o incorrimento em risco excessivo uma vez que é adiada a componente da remuneração com carácter variável, ficando o seu pagamento dependente do bom desempenho da sociedade<sup>61</sup>. Adiamento que segundo o Código de Governo das Sociedades do IPCG não deve ser inferior a um período de três anos<sup>62</sup>. Já no que diz respeito ao segundo mecanismo referenciado, julgamos que a aplicação das *clawback provisions* poderá consubstanciar-se em dois tipos de tutela preventiva: uma tutela *ex-ante* como forma de evitar determinados comportamentos mas também uma tutela *ex-post* com o desígnio final de forçar a devolução de remunerações variáveis que não deveriam ter sido atribuídas.

Assim as cláusulas de reversão podem ser estatuídas enquanto mecanismo de segurança porquanto permitem às sociedades recusar o pagamento de quantias devidas a título de remuneração, sempre que, antes dessa data, se verificarem, por exemplo, casos de manipulação de informação financeira por parte dos administradores. Todavia, acreditamos que a solução não passa por limitar a devolução destas quantias nos casos de irregularidades financeiras e/ou contabilísticas, visto que pensamos ser necessário ter

---

<sup>60</sup> Além da existência de casos que comprovam este facto como já foi previamente exposto, existem estudos que também corroboram a nossa opinião. – Para mais desenvolvimentos veja-se: NASCIMENTO, Raquel S., - “A Remuneração dos Administradores e o Desempenho da Empresa: O Caso Português” - Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº32, 2009, p.85. Tendo em análise o estudo por si realizado a autora considera que “os resultados parecem apoiar a ideia de que os gestores são remunerados pelo comportamento geral do mercado”, concluindo assim “que o factor preponderante para a determinação da remuneração não passa necessariamente pelo desempenho da empresa, mas sim pela dimensão da mesma”.

<sup>61</sup> (OLIVEIRA, 2017), p.209.

<sup>62</sup> Recomendação V.3.2. do IPCG (2017), Código de Governo das Sociedades, Lisboa.

em consideração não apenas os desempenhos passados, mas também as *performances* e resultados futuros da empresa.

Contudo, a aplicação dos referidos instrumentos implica, inevitavelmente, um maior envolvimento dos acionistas no que à definição da remuneração dos administradores diz respeito<sup>63</sup>, sendo que estes devem antecipá-las no momento da celebração dos contratos com os seus trabalhadores.

Pensamos ser fundamental fazer também uma ressalva no que diz respeito a outra das soluções apresentadas inicialmente tendo em vista a melhoria da atual estrutura remuneratória, assim como do bom governo societário, e que se relaciona com uma maior exigência na divulgação de informação relativa à remuneração. Neste âmbito, cumpre esclarecer o princípio “*say on pay*” consagrado pela Lei n.º 28/2009 de 19 de Junho, que prevê que deve ser submetida a aprovação da Assembleia Geral anual uma declaração sobre a política de remuneração dos membros de órgãos de administração e de fiscalização.

Findando, julgamos que se a política de remuneração incluir componentes variáveis, as sociedades devem fixar, sempre, limites para as mesmas dado o risco de manipulação dos indicadores que servem de base à sua determinação e dada a possibilidade do desempenho das instituições vir a revelar-se deteriorado. Em última análise, se a sociedade for bem-sucedida, emergirá a competência de quem a administra e a consolidação da posição da sociedade no mercado. Consequentemente, acreditamos que o montante das remunerações deverá ser fixado de acordo com o sucesso alcançado pois apenas assim, verificar-se-á uma tendência para a igualdade entre os interesses individuais do gestor e os interesses da sociedade.

#### **4) Mercado de Capitais e o Controlo das Organizações**

Considerando que alguns dos principais mecanismos internos de CG, como são exemplo a estrutura e o papel do Conselho de Administração ou os sistemas de incentivo para recompensar o desempenho dos administradores, podem falhar ou apresentar lacunas na tentativa de assegurar que uma sociedade é bem governada, cremos ser necessária a existência de outro tipo de mecanismos. Assim, e assumindo

---

<sup>63</sup> Como já referido anteriormente, a melhoria da atual estrutura remuneratória é possível e poderá ter como base um maior envolvimento dos acionistas no que concerne à definição da remuneração dos administradores.

uma importância ainda mais relevante quando os internos fracassam surgem os mecanismos externos, nomeadamente, o mercado de capitais e o mercado para o controlo das sociedades (*market for corporate control*)<sup>64</sup>.

O mercado para o controlo das sociedades é considerado como um dos principais mecanismos para disciplinar a administração de baixo desempenho<sup>65-66</sup>, o que significa que pode ser visto como um dos principais mecanismos de CG.

Predominantemente o debate sobre CG encontra-se mais focalizado nas fraudes financeiras e/ou contabilísticas, não obstante julgamos ser de necessidade imperativa que uma maior ênfase seja imputada à imprescindibilidade de se controlar e fiscalizar as operações de M&A nas quais as empresas podem participar<sup>67</sup>.

Desde logo, o governo das sociedades e as operações de M&A partilham uma conexão intrínseca, sendo até suscetível considerar-se que ambos se sustentam mutuamente. Tal conclui-se, pois, a mera existência de operações de M&A induz os incentivos fundamentais que em última instância conduzem as empresas a impulsionar as suas estruturas e práticas de bom governo com o intuito de evitar ser dominadas.

---

<sup>64</sup> De notar, que um meio de alcançar a maximização do valor de uma empresa e de reduzir os custos de agência associados aos conflitos de interesse entre acionistas e administradores, consiste precisamente em expor tal empresa ao mercado para o controlo das organizações, isto é, a operações de fusão e aquisição (M&A), entre outras modalidades de transferência de controlo.

<sup>65</sup> Tal como refere HENRY MANNE : Quanto menor o preço das ações, relativamente ao que poderia ser com uma gestão mais eficiente, mais atrativas as operações de aquisição tornam-se para aqueles que acreditam que podem gerir determinada empresa com mais eficiência. – cfr. SUNDARAM, A., “Advances in Mergers and Acquisitions: Mergers and Acquisitions and Corporate Governance”, 2004, Vol. 3, Emerald Group Publishing Limited, 197-219, disponível em [http://faculty.tuck.dartmouth.edu/images/uploads/faculty/anant-sundaram/Sundaram\\_MandA\\_Governance.PDF](http://faculty.tuck.dartmouth.edu/images/uploads/faculty/anant-sundaram/Sundaram_MandA_Governance.PDF), p.197.

<sup>66</sup> Tendo em consideração que a qualidade da gestão de uma sociedade afeta diretamente o preço das suas ações e conseqüentemente o seu valor é de notar que quando as sociedades são mal geridas, isto é, quando “não proporcionam um retorno para os accionistas tão grande quanto poderia ser alcançado por outro tipo de gestão perfeitamente plausível, o preço das ações desde face ao preço de ações de outras sociedades do mesmo sector”. Assim, os acionistas “defrontados com a dificuldade em substituir os membros dos órgãos de administração através dos outros órgãos societários competentes” e perante uma gestão que não se coaduna com os seus interesses, inevitavelmente irão optar pela solução que se figura como a mais exequível: a alienação das suas ações. (REQUICHA FERREIRA, 2015), p.56.

<sup>67</sup> Tendo como exemplo o caso da WorldCom, enquanto maior parte da atenção foi centrada nas fraudes contabilísticas praticadas pelos seus administradores, praticamente inexistente foi o destaque dado à forma inadequada como os mesmos administradores permitiram processos de aquisição em série. A WorldCom prosseguiu uma série de aquisições com o objetivo de criar uma falsa impressão de crescimento, quando na realidade cada vez se tornava menos lucrativa. Apesar de, através de fraudes contabilísticas, cada nova aquisição permitir que a empresa apresentasse lucros mais elevados por ação, a verdade é que grande parte das aquisições realizadas nunca foram efetivamente consolidadas e por conseguinte a empresa era incapaz de funcionar adequadamente. Para mais desenvolvimentos veja-se: EICHENWALD, K. – “For WorldCom, Acquisitions Were Behind Its Rise and Fall”, The New York Times, 8 de Agosto de 2002. <https://www.nytimes.com/2002/08/08/business/for-worldcom-acquisitions-were-behind-its-rise-and-fall.html>, consult. em Março de 2018.

Sendo as operações de fusão e aquisição de empresas (M&A) não só um fenómeno inerente ao ambiente competitivo e associado ao desenvolvimento do mercado de capitais, mas também catalogadas como um veículo para a implementação e reestruturação de estratégias empresariais, acreditamos ser indispensável analisar o papel que estas operações desempenham no domínio do CG. Neste sentido, cumpre esclarecer que as fusões e aquisições configuram operações de concentração empresarial, que podem decorrer com consentimento mútuo e cooperação das partes envolvidas nas negociações, sendo que perante esta conjuntura tais operações são designadas de fusão (*merger*) ou “aquisição amigável”, No entanto, este tipo de operações podem também reconduzir-se a uma tomada de posição de controlo hostil, convertendo-se desta forma numa aquisição hostil (*hostile takeover*).

Com efeito, pretende-se realizar uma exposição do tipo de operações jurídico-societárias em causa, assim como efetuar uma reflexão crítica em relação ao papel por estas desempenhado na esfera do CG. Em acréscimo, procuraremos dar uma resposta perante a questão de se saber se a função desempenhada pelas operações de M&A previamente enumeradas complementa ou conflitua com os outros mecanismos do governo das sociedades, assim como investigar se existem situações em que este tipo de atividade pode dissimular ou mesmo encorajar práticas de governo societário precárias.

#### **4.1) Aquisição - Takeover**

As aquisições visam o controlo total ou parcial de uma empresa – a empresa alvo (*target*) – por parte de uma outra – a adquirente (*bidder*), sendo que apenas a empresa adquirente mantém a sua identidade. Deste modo, esta operação consubstancia-se na aquisição das participações sociais da sociedade visada por parte da adquirente, sendo que este processo pode assumir um carácter amigável ou hostil dependendo do modo como é apresentado à sociedade visada. Antes de procedermos à descrição das diferentes índoles que uma operação de aquisição pode assumir, pensamos ser relevante aludir para o facto de estas operações se denominarem OPA's<sup>68</sup> quando estão em causa

---

<sup>68</sup> Deste modo, e nos termos da Diretiva 2004/25/CE de 21 de Abril relativa às OPA, uma OPA é “uma oferta pública (que não pela sociedade visada) feita aos titulares de valores mobiliários de uma sociedade para adquirir a totalidade ou uma parte desses valores mobiliários, independentemente de essa oferta ser obrigatória ou voluntária, na condição de ser subsequente à aquisição do controlo da sociedade visada ou ter como objetivo essa aquisição do controlo nos termos do direito nacional”. Por sua vez, e aludindo à legislação nacional, o CVM preceitua no nº1 do seu artigo 109.º que uma oferta relativa a valores

sociedades com o capital aberto ao investimento do público<sup>69</sup>, ressaltando ainda que ao longo da realização de todo o trabalho tem sido abordado este tipo de sociedades.

Assim, quando é lançada uma OPA conducente à obtenção do domínio de uma determinada sociedade, sem que para tal tenha sido dado o aval por parte dos seus administradores<sup>70</sup> estamos perante uma OPA hostil. A natureza hostil deste tipo de aquisição de controlo advém do facto de estar em causa uma oferta não solicitada, isto é, que consubstancia uma ameaça para a administração em funções, uma vez que pode resultar na transferência do controlo da sociedade alvo<sup>71</sup>.

Ao invés das aquisições hostis que tendem a ser disciplinadoras e por norma têm como primordial intento a tomada de controlo da sociedade visada, os motivos subjacentes à realização de aquisições amigáveis<sup>72</sup> podem, também, ser reconduzidos à obtenção de valor de controlo mas este tipo de aquisições pode destinar-se simplesmente a capturar sinergias. Deste modo, a expectativa criada em torno deste tipo de operações é de que se venha a refletir numa criação de valor, por outras palavras, que o valor da nova empresa pós-aquisição seja superior à soma individual do valor das duas empresas antes do processo.

No que se refere à criação de sinergias estas podem assumir diferentes tipos, e consequentemente, surtir efeito em diversos quadrantes da estrutura empresarial. Nesta perspetiva, existem sinergias operacionais que permitem uma criação de valor efetivo na utilização dos fatores produtivos através de um melhor aproveitamento da estrutura existente, seja ao nível da redução de custos (através da obtenção de economias de escala<sup>73</sup>, economias de gama<sup>74</sup> e economias de experiência<sup>75</sup>), seja ao nível da criação

---

mobiliários é pública quando dirigida, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados. Neste âmbito confrontar ainda os artigos 173.º e ss. do CVM.

<sup>69</sup> São consideradas sociedades abertas as sociedades que têm o capital disperso pelo público, nomeadamente as que tenham as suas ações admitidas à negociação num mercado de valores mobiliários regulamentado. Neste sentido o artigo 13.º, nº1 do CVM prevê cinco critérios de aquisição da qualidade de sociedade aberta, Para mais desenvolvimentos sobre estes critérios veja-se: (CORDEIRO A. B., 2016), pp. 331-333.

<sup>70</sup> Portanto, “em que é latente a conflitualidade existente entre aqueles e o oferente”. (GUINÉ, 2009), p21.

<sup>71</sup> De acordo com a mais diversa doutrina, e partilhando da sua opinião, julgamos que a ideia da hostilidade das OPA é um ponto de vista dos titulares dos órgãos de administração da sociedade visada e não dos titulares de valores mobiliários “porque para eles as OPAs são na realidade aprazíveis, uma vez que lhes permite obter mais-valias”, sejam eles investidores ou mesmo acionistas. Distintamente, e quanto aos administradores caso a OPA tenha sucesso “é muito provável, senão mesmo seguro, que os titulares do órgão da administração perderão os cargos que ocupam”. – cfr. FRAGOSO, Luís, “A OPA Inibitória e a limitação de poderes da sociedade visada – O art. 182.º do CVM”, Março de 2005, disponível para consulta em <http://www.verbojuridico.net>, pp. 11-12.

<sup>72</sup> Ao contrário das aquisições hostis, estas têm como base uma negociação pacífica entre as partes, na medida em ambas partilham interesses em comum.

<sup>73</sup> Criação de valor através da obtenção de economias de escala na medida em que a sua existência permite determinar a dimensão ótima das empresas. “Existem economias de escala enquanto o custo

de rendimentos (através de uma presença mais forte no mercado<sup>76</sup>, da existência de produtos complementares, entre outros).

Além das operacionais, existem ainda sinergias financeiras<sup>77</sup> que podem resultar de alguma destas operações, entre as quais a possibilidade de obtenção de benefícios fiscais, maiores fluxos de tesouraria e maior capacidade de endividamento diretamente ligada a uma potencial redução do custo de capital<sup>78</sup>.

#### 4.2) Fusão – Merger

Apesar de o regime aplicável em matéria de fusões estar previsto pelo legislador português no CSC, mais precisamente no artigo 97.º, cremos não ser possível retirar uma definição óbvia e plena de fusão, ainda assim recorrendo à vasta doutrina disponível é possível uma explanação mais completa deste conceito. Conforme refere RAÚL VENTURA “a essência da fusão de sociedades consiste em juntar os elementos pessoais e patrimoniais de duas ou mais sociedades preexistentes, de tal modo que passe a existir uma só sociedade”<sup>79</sup>.

---

médio se reduz com o aumento da escala de produção da empresa”, logo e durante o tempo que estas existirem “quanto maior for a dimensão da empresa, mais eficiente ela será” - (MATA, 2016), pp. 164-165.

<sup>74</sup> Por seu turno, estas verificam-se quando “a produção de um conjunto de produtos por uma única empresa é feita de forma mais eficiente do que a produção das mesmas quantidades dos mesmos produtos por empresas diferentes.” – *Ibidem*, p.169.

<sup>75</sup> Relativamente a este fenómeno “tem sido observado que as empresas aprendem com a própria experiência, conseguindo realizar economias de custos substanciais, à medida que ganham experiência com a produção de um dado produto”. Por conseguinte “as economias de experiência existem se os custos médios de produção num dado período variarem em função do total da produção realizada até esse momento” – *Ibidem*, p.172.

<sup>76</sup> Na medida em que poderá não só ocorrer uma redução do número de concorrentes no mercado que permitirá às empresas a prática de preços superiores, mas também suponhamos que as duas empresas antes da operação de aquisição atuavam em geografias distintas e dispunham de clientes variados, inevitavelmente este facto levará a que a nova empresa aproveite o aumento do acesso demográfico realizando receitas mais elevadas. “Isto também é conhecido como “efeito de monopólio”, na medida em que uma concorrência reduzida dá às empresas líderes um maior poder de *pricing* sobre os clientes.” – BOUSQUET, Julien (2017), “Synergies Valuation in M&A”, Master Thesis HEC Paris, p.11.

<sup>77</sup> Podemos inferir que estas “derivam do aumento de tamanho, aumento da diversidade, melhor perfil de crédito e melhor acesso ao mercado para financiamento” – *Ibidem*, p.12.

<sup>78</sup> Na medida em que “uma empresa maior pode, de facto, ter um menor custo de capital relacionado com o aumento do seu tamanho e menor risco de falência” – *Ibidem*, p.13.

<sup>79</sup> (VENTURA, 2006), p.14. No mesmo sentido, JOSÉ TAVARES salienta que “ fusão é o ato pelo qual duas ou mais sociedades reúnem as suas forças económicas para formarem uma única personalidade coletiva constituída pelos sócios de todas elas” – cfr. TAVARES, JOSÉ – “Sociedades e Empresas Comerciais”, 2ª ed., Coimbra, Coimbra Editora, p.611.

No seguimento do artigo 97.º do CSC, o seu nº4 estabelece a existência de duas modalidades deste tipo de operação: a fusão por incorporação<sup>80</sup> e a fusão por constituição de uma nova sociedade<sup>81</sup>.

Por seu turno, as fusões permitem a obtenção de sinergias e de uma dimensão competitiva capaz de fazer face a uma concorrência cada vez mais agressiva e a um ambiente externo competitivo e em constante mutação. Assim, e com o intuito de analisarmos as repercussões que uma operação de fusão pode ter no domínio das boas práticas de CG, julgamos essencial analisar os fatores que motivam as empresas a colocar a possibilidade de aderirem a um processo de fusão. Por conseguinte, consideramos que a ampliação do portfólio de produtos e serviços, o aumento da participação no mercado, o desejo de expansão geográfica e a procura pela obtenção de sinergias financeiras e operacionais (tais como anteriormente referidas e descritas), englobam os principais motivos que incitam os administradores a considerar a realização deste tipo de operações que configuram um processo de concentração de sociedades uma vez que estes fatores consubstanciam o aumento das receitas e a materialização da sustentabilidade que, por sua vez, concretizam a criação de valor e maximização da riqueza dos acionistas.

#### **4.3) Operações de M&A no âmbito do *Corporate Governance***

Em alguns casos, uma OPA hostil provoca um forte impacto na administração da sociedade visada, de tal modo que se a organização se conseguir defender dela com sucesso, conduzirá os seus gestores a procederem a reestruturações consideráveis e a melhorarem o seu desempenho.

Este tipo de aquisição também é considerado um mecanismo de CG, como já referido previamente, uma vez que tendo em linha de conta o seu efeito disciplinador, permite ao oferente dirigir-se diretamente aos acionistas da sociedade visada,

---

<sup>80</sup> Modalidade retratada na alínea a) do nº4 do artigo 97.º do CSC – “ (A+B=A) ”. Na fusão por incorporação é realizada uma transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra que se designa sociedade incorporante. A sociedade incorporante acolhe na sua estrutura os sócios das sociedades incorporadas que adquirem uma participação social com base no valor atribuído durante as negociações ao património das sociedades alvo em relação ao valor da incorporante.

<sup>81</sup> Modalidade retratada na alínea b) do nº4 do artigo 97.º do CSC – “ (A+B=C) ”. Neste tipo de fusão que usualmente também é denominada de fusão por concentração, ocorre a constituição de uma nova sociedade para a qual são transferidos os patrimónios das sociedades fundidas, que por sua vez se extinguem. Nesta modalidade, atribuem-se aos sócios da nova sociedade as respetivas partes de capital em função do valor atribuído durante as negociações a cada uma das sociedades a serem fundidas na nova sociedade.

dispensando o acordo da respetiva administração, o que contribui positivamente para a resolução do conflito de interesses entre acionistas e administradores<sup>82</sup>. Ademais, convém constatar que as operações de aquisição em geral, sejam ou não hostis, desempenham um papel fundamental no âmbito do CG, não só pelo facto de afetarem decisivamente o nível de proteção dos acionistas mas também por contribuírem para o desenvolvimento do mercado de controlo societário e inevitavelmente para a evolução do mercado de capitais.

As aquisições são propensas a ocorrer quando os mecanismos internos de CG não garantem a maximização da riqueza dos acionistas, surgindo deste modo o mercado para o controlo das sociedades como mecanismo de controlo externo do conflito de agência entre acionistas e administradores, sendo que neste contexto a figura da OPA hostil assume um papel principal e preponderante. Na mesma linha de pensamento consideramos que apesar da existência de uma constante ameaça de potenciais *takeovers* ser passível de intervir como mecanismo de controlo externo que limita o comportamento dos gestores, este não pode ser encarado como uma garantia absoluta do alinhamento entre as decisões dos gestores e a maximização de proveitos dos acionistas.

Assim, reputamos que para empresas em que as operações de M&A representem parte integrante da sua estratégia de crescimento, vincular a remuneração dos administradores ao sucesso destes negócios faz todo sentido, podendo até apresentar-se como uma solução.

Relativamente à questão de se saber se este tipo de operações complementa ou conflitua com outros mecanismos do governo das sociedades, é do nosso entender que não obstante poderem ser benéficas no que diz respeito à resolução dos problemas de agência, podem elas próprias criar o mesmo tipo de problemas, nomeadamente nos casos em que os administradores em funções tenham como propósito aumentar a dimensão da empresa, com a exclusiva finalidade de obterem benefícios pessoais, negligenciando os interesses dos acionistas assim como a rentabilidade a médio-longo prazo da empresa, sendo que este fenómeno denomina-se “*Empire Building*”<sup>83</sup>. Neste

---

<sup>82</sup> De notar que este contributo é mais acentuado no caso das sociedades que possuem o seu capital bastante disperso: perante a existência de um elevado número de pequenos acionistas que não se encontram em condições de controlar de perto a gestão diária da sociedade, ou até o respetivo desempenho da mesma, estes têm de depositar as suas expectativas neste tipo de mecanismos de controlo societário. Por outras palavras, estes pequenos acionistas estão desprovidos de “qualquer *affectio societatis* e para quem o importante é rentabilizar o seu investimento através de dividendos e mais-valias” - (REQUICHA FERREIRA, 2015), p.53.

<sup>83</sup> “Por exemplo, quando os gerentes se envolvem em *Empire Building* adquirindo excessivamente outras empresas, eles podem ser movidos pelo custo de agência de aumentar o seu poder e prestígio”. Deste

sentido, outro tipo de problemas de agência pode advir deste tipo de operações designadamente entre o novo acionista de controlo e os demais *shareholders*.

Ainda no que concerne aos problemas de agência que podem derivar deste tipo de atividade, consideramos que existem situações em que este tipo de operações respeitantes ao mercado para o controlo das sociedades pode instigar práticas de governo societário precárias, pois perante a constante ameaça de tomada de controlo a administração é muitas vezes tentada a priorizar os resultados a curto prazo, descurando uma abordagem de médio e longo prazo orientada para a criação de valor para o acionista e assente na sustentabilidade. Contudo, apesar de toda a análise realizada ser, a nosso ver, fundamentadora da existência da possibilidade deste tipo de operações em certos casos puder conflitar com outros mecanismos do governo das sociedades, julgamos ser passível de concluir que os mecanismos internos e externos de CG são complementares e não mutuamente exclusivos<sup>84</sup>.

#### **4.4) Medidas defensivas destinadas a frustrar o êxito de uma OPA**

De acordo com um dos princípios fundamentais da OCDE no que ao governo das sociedades diz respeito, o mercado para o controlo das sociedades deve “funcionar de uma forma eficiente e transparente” e com esse propósito “não devem ser utilizadas medidas anti-OPA para ilibar os gestores e o órgão de administração das suas responsabilidades”<sup>85</sup>. Nesta perspetiva, a questão central será averiguar se a imposição destas medidas efetivamente restringe o normal funcionamento do mercado do controlo societário e analisar o impacto que a implementação destas medidas pode ter no âmbito do CG.

---

modo este fenómeno implica a aquisição excessiva de outras empresas, fazendo crescer a empresa para além do seu tamanho ideal. – cfr. KRISHNAMURTI, Chandrasekhar, Syed SHAMS e Hasibul CHOWDHURY, “Empire Building and Corporate Social Responsibility”, 19 de Março de 2017, pp. 3-6.

<sup>84</sup> Neste sentido, consideremos o facto de as aquisições serem, por norma, motivadas pelo potencial de sinergias que estas operações permitem alcançar, mas também pela possibilidade de melhoria na eficiência da gestão da sociedade em causa, enquanto as mudanças relacionadas com o quadro organizacional da empresa (mecanismos internos) são motivadas apenas por esta última. – cfr. GRUNDMANN, S., “The Market for Corporate Control: The Legal Framework, Alternatives, and Policy Considerations”, disponível para consulta em [http://grundmann.rewi.hu-berlin.de/Publikationen/3.92\\_Corporate\\_Governance.pdf](http://grundmann.rewi.hu-berlin.de/Publikationen/3.92_Corporate_Governance.pdf), pp. 441-444.

<sup>85</sup> Cfr. Princípio I.E, nº2 da OCDE sobre o Governo das Sociedades, disponível para consulta em: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>. Neste sentido, e tendo em vista a melhoria da eficiência do governo das empresas é recomendado no Livro Branco sobre o *Corporate Governance* em Portugal que “sejam abolidas medidas que limitem o funcionamento do mercado de controlo de empresas” – Cfr. Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal, Instituto Português de *Corporate Governance*, p.158.

Tendo em consideração que a livre transmissibilidade dos valores mobiliários é uma característica fundamental do mercado de capitais e da sua regulação, a decisão sobre o sucesso de uma OPA deve pertencer única e exclusivamente aos acionistas proprietários dos valores mobiliários alvos da oferta<sup>86</sup>. Assim, perante uma OPA hostil os acionistas estarão interessados em obter informação completa e objetiva no que diz respeito à oferta de modo a indagar se desejam proceder com a venda dos seus valores mobiliários, no entanto, o interesse dos administradores passa quase exclusivamente por manterem a sua posição na estrutura societária. Isto implica que a administração, de modo a não ser substituída, sentir-se-á motivada para a criação de obstáculos ao êxito da referida OPA, desencadeando invariavelmente conflitos de agência com prejuízo para os interesses dos acionistas.

No que respeita especificamente à adoção de medidas defensivas na pendência da OPA é necessário ter em mente que caso não sejam estabelecidos limites à atuação do órgão de administração da sociedade visada, os seus membros estão numa posição bastante favorável para adotar este tipo de medidas e assim inviabilizar o sucesso da operação. Quanto ao tipo de medidas suscetíveis de serem adotadas, entre as diversas categorias existentes, pensamos que a que mais se coaduna com os objetivos da presente dissertação corresponde à que distingue entre medidas preventivas<sup>87</sup> e reativas, ou seja e na devida ordem, medidas adotadas antes do lançamento da oferta e cujos efeitos se produzem também previamente a esse lançamento e medidas adotadas após o lançamento da oferta<sup>88</sup>.

Em relação às medidas preventivas pensamos que a sua atuação visa diminuir a exposição de uma sociedade ao lançamento de uma OPA, ou seja, este tipo de medidas são adotadas com a finalidade de tornar a tomada de controlo da sociedade visada

---

<sup>86</sup> De salientar que o artigo 181.º do CVM estatui o dever de elaboração de um relatório informativo por parte dos membros do órgão de administração em que estes aconselhem os acionistas no que diz respeito aos elementos e condições da oferta. Neste sentido, não cremos que os administradores devem assumir uma postura passiva na pendência da oferta, apenas que a estes deve ser vedada a prática de atos que possam vir a frustrar o êxito da referida oferta. Neste seguimento, ORLANDO GUINÉ salienta que a “adopção de medidas defensivas subjectivas, não se trata de decidir e executar uma determinada transacção para prossecução da típica actividade social, mas está aqui antes em causa obstaculizar uma transacção entre oferentes e accionistas”, por isso “São e devem ser os accionistas a decidir quanto ao destino a dar à sua propriedade” - (GUINÉ, 2009), pp. 99-100.

<sup>87</sup> De notar, que estas ainda incluem as medidas diferidas, cuja adoção é definida antes do lançamento da oferta, mas os respetivos efeitos apenas se produzem com o lançamento da OPA.

<sup>88</sup> Aqui acreditamos ser importante efetuar uma ligação direta com a Diretiva 2004/25/CE de 21 de Abril relativa às OPA na medida em que o seu artigo 11.º - Não oponibilidade das restrições em matéria de transmissão de valores mobiliários e direito de voto – está diretamente relacionado com as medidas preventivas, já o seu artigo 9.º - Deveres do órgão de administração da sociedade visada – com as medidas reativas.

menos aliciante, tornando-a mais complicada e/ou excessivamente onerosa. Ademais, julgamos que as medidas preventivas podem apresentar diferentes características podendo assim ser agrupadas mediante categorias distintas: medidas organizatórias (designadamente o “*Staggered Board*”<sup>89</sup>), medidas que implicam limitações ao direito de voto (tais como “*voting caps*”<sup>90</sup> ou “*golden shares*”<sup>91</sup>), medidas que se configuram como esquemas financeiros (nomeadamente os “*golden parachutes*”<sup>92</sup>) e medidas de controlo sobre as ações (tais como as “*poison pills*”<sup>93</sup>, as restrições à transmissão de ações<sup>94</sup>, entre outras).

---

<sup>89</sup> Tipo de defesa alcançável através de melhorias ou alterações nos estatutos das empresas, esta estratégia torna mais difícil a aquisição da empresa-alvo na medida em que consiste numa limitação estatutária do número de membros do órgão de administração que pode ser removido em cada mandato, impedindo deste modo a sua substituição total numa única Assembleia Geral. Neste sentido ORLANDO GUINÉ considera esta estratégia uma “forma de obstaculizar a substituição da equipa de gestão”, uma vez que ao invés “de todos serem nomeados numa mesma data, pode prever-se que, por exemplo, todos os anos um terço dos mandatos seja renovado”. - (GUINÉ, 2009), p.31 (nota 21).

<sup>90</sup> Medida preventiva reconduzida à limitação do número máximo de votos passíveis de serem utilizados por cada acionista em Assembleia Geral, independentemente da percentagem de participação social. Esta limitação ao direito de voto está prevista pelo legislador português no artigo 384.º, n.º2, alínea b) do CSC e pode implicar “que não sejam contados votos acima de certo número, quando emitidos por um só acionista, em nome próprio (ou também como representante de outro)” - *Ibidem*, p.53.

<sup>91</sup> Que se traduzem na atribuição ao acionista Estado de direitos especiais face a outros acionistas. A título de exemplo no ordenamento português tínhamos a “*golden share*” do Estado sobre a Portugal Telecom (PT), sendo que neste caso específico os direitos especiais conferidos ao Estado implicavam “privilégios no que toca a deliberar sobre a aplicação de resultados de exercício, alterações estatutárias, emissão de valores mobiliários e eleição de órgãos sociais” - *Ibidem*, p.55.

<sup>92</sup> Considerando que estes se configuram em cláusulas que beneficiam administradores da sociedade visada por norma através da atribuição de avultadas indemnizações caso o seu mandato cesse antes do previsto, não é de estranhar que este tipo de medida defensiva seja considerado pela doutrina como uma das que mais pode ter um impacto negativo na esfera do CG exacerbando os conflitos de agência existentes com claro prejuízo para os interesses dos acionistas. “Uma vez que o oferente pretenderá muitas vezes efectuar importantes alterações na gestão da sociedade e para isso poderá ter de fazer cessar o vínculo que ligue a sociedade a pessoas com responsabilidades na gestão da mesma, por esta via se dificulta, por se tornar mais onerosa, a possibilidade de o oferente implementar o seu plano de gestão.” *Ibidem*, p.31.

<sup>93</sup> Medida reconhecida como uma das estratégias defensivas mais eficazes visto que as *poison pills* consistem na criação de títulos com direitos especiais a serem exercidos em caso de tentativas de OPA’s hostis, o que permite ao detentor desses direitos comprar ações a metade do preço. Em termos amplos estas medidas consistem “na aprovação de um plano de “direitos” aprovado pelo *board of directors* e na atribuição aos acionistas (com exceção do oferente), caso ocorram determinados eventos (como o lançamento de uma oferta) de direitos de subscrição de ações a um grande desconto com o propósito de, no futuro e sendo aqueles direitos exercidos, se diluir enormemente a participação de quem pretende adquirir o controlo da visada.” - *Ibidem*, p.44.

Para uma melhor compreensão dos seus efeitos é importante constatar que as *poison pills* reconduzem-se a duas modalidades distintas: “*flip-over poison pill*” ou “*flip-in poison pill*”. Na primeira, a sociedade visada confere aos seus acionistas o direito de adquirir ações do próprio oferente a um preço reduzido após a aquisição. Na segunda, a sociedade visada permite aos seus acionistas a aquisição de ações da sociedade a um preço inferior ao valor de mercado. – para mais desenvolvimentos veja-se (GUINÉ, 2009) pp. 43-46 e (LEITÃO, 2007) pp. 57-76.

<sup>94</sup> Apesar de a livre transmissão dos valores mobiliários ser regra e característica fundamental do mercado de capitais, o artigo 328.º do CSC prevê a possibilidade de os estatutos estabelecerem limites a essa livre transmissão, por exemplo, o contrato de sociedade pode subordinar a transmissão das ações nominativas ao consentimento da sociedade, pode estabelecer um direito de preferência dos outros acionistas e as condições do respetivo exercício ou ainda subordinar a transmissão de ações nominativas à existência de

Por sua vez, as medidas reativas partilham o mesmo desígnio do que as preventivas, isto é, são adotadas de forma a travar uma proposta indesejada levantando obstáculos ao oferente no decurso da oferta ou de tornar sobejamente onerosa a proposta lançada pela empresa adquirente. Relativamente às medidas suscetíveis de serem adotadas pensamos que a administração da sociedade visada além de procurar que a sociedade fique menos desejável para o oferente, também apresenta como principal vontade demonstrar que a oferta em causa não é vantajosa para os seus destinatários face às condições que estes podem oferecer em virtude da sua gestão. Entre o enorme leque de medidas reativas existentes<sup>95</sup> destacamos as seguintes: “*white knight*”<sup>96</sup> (Cavaleiro Branco), “*sale of crown jewels*”<sup>97</sup> (Alienação de Jóias da Coroa), “*Pac-man defense*”<sup>98</sup> e a aquisição de ações do oferente<sup>99</sup>.

Relativamente ao impacto que a implementação destas medidas pode ter no âmbito do CG compreendemos que os acionistas se sintam tentados para a adoção de algumas destas medidas uma vez que sendo a OPA um mecanismo destinado à aquisição de controlo é normal que estes sintam necessidade de proteger a sua propriedade. No

---

determinados requisitos que estejam de acordo com o interesse social – limites previsto no nº2 do artigo 328.º do CSC.

Uma ressalva ainda para o nº3 do mesmo artigo, que determina que tais limitações relativas à transmissão de ações apenas poderão ser introduzidas por alteração do contrato de sociedade em que haja um consentimento unânime de todos os acionistas cujas ações sejam por elas afetadas.

<sup>95</sup> Tendo em consideração que não pretendemos aqui desenvolver uma análise profunda de todas elas, para mais desenvolvimentos relativamente às múltiplas modalidades de medidas reativas existentes, *vide*, entre outros: VENTURA, Raúl, “Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais”, Almedina, Coimbra, 1992, pp.306 e ss., e ainda, (LEITÃO, 2007), pp. 57-76.

<sup>96</sup> Consiste na procura por parte da Administração, ou de algum dos acionistas, de alternativas à oferta realizada, ou seja, pretende-se que os acionistas tenham outras escolhas possíveis. Assim poderão, entre outros, “procurar aliciar um parceiro para realizar uma fusão ou celebrar um contrato de grupo paritário”, ou ainda e mais usual lançar uma OPA concorrente. Julgamos que o escopo deste tipo de medida pós-proposta faz todo o sentido pois uma forma de evitar ser controlado por uma empresa adquirente, é procurar ser adquirido por uma empresa que apresente melhores condições do que as oferecidas inicialmente. (GUINÉ, 2009), p. 47.

<sup>97</sup> Tal como a própria designação indica compreende a venda por parte da sociedade visada de todos os seus ativos ou dos mais valiosos (nos quais o oferente está particularmente interessado) como forma de tornar a sociedade menos atrativa para a empresa adquirente.

Uma pequena nota relativamente a outro tipo de medidas que envolvem resultados idênticos, neste caso a “*suicide pill*” em que a sociedade visada opta por uma gestão ruínosa da sua atividade através da venda de todos os seus ativos ou da satisfação antecipada do seu passivo.

<sup>98</sup> Desde logo, este mecanismo também denominado de contra-OPA “consiste numa OPA lançada pela sociedade visada sobre o próprio oferente”, contudo, apresenta diversas diferenças de todos os demais e apesar de ser “uma medida muito peculiar, na prática não é muito utilizada, até pelas contingências patrimoniais enormes e a logística que implica”. - (GUINÉ, 2009), p.38.

<sup>99</sup> Esta possibilidade de defesa, tal e qual a sua denominação transparece, consiste na aquisição de ações do oferente por parte da sociedade visada. Assim, a sociedade visada se adquirir, após o lançamento de uma OPA, no mínimo 10% do capital do oferente e comunicar-lhe tal facto estabelece desta forma uma relação de simples participação nos termos de artigo 483.º, nº1 do CSC. O que implicará, segundo o nº2 do artigo 485.º do CSC, que o oferente não disponha da possibilidade de adquirir ações da sociedade visada que ultrapassem 10% do capital.

entanto, e no caso dos administradores, é diferente na medida em que a estes compete gerir a sociedade, através da prossecução do interesse dos sócios, e não interferir nas operações que os acionistas pretendam realizar e que se relacionam com a sua propriedade, neste caso as ações da sociedade. Neste sentido, a adoção deliberada<sup>100</sup> de medidas defensivas por parte da Administração não se inclui no seu escopo de atuação, sendo precisamente nos casos em que os administradores extravasam o seu âmbito de atuação que emergem os já referidos conflitos de interesse entre estes e os acionistas. A questão que se impõe é perceber como delimitar os casos em que a Administração extravasa o seu âmbito de atuação, tarefa que não se adivinha fácil na medida em que nem todas as medidas defensivas adotadas pela administração criam os já mencionados conflitos de interesse, ao invés, estas podem até proteger a sociedade perante ofertas indesejáveis, e eventualmente provocar um aumento do valor das ações da sociedade em causa. Contudo, podemos inferir que quando a adoção de medidas defensivas por parte dos administradores visa unicamente garantir a manutenção dos seus cargos, pode vir a ser prejudicial para os interesses dos acionistas da empresa alvo, mas também parece ser um dado adquirido que estas perturbam o normal funcionamento do mercado do controlo societário e as operações de M&A.

Neste sentido, partilhamos da opinião de ORLANDO GUINÉ que considera que “Ponderando os eventuais benefícios que os accionistas poderão vir a colher de uma actuação defensiva subjectiva da Administração e os potenciais riscos inerentes (...) uma tal liberdade de actuação da Administração é desfavorável para os interesses dos accionistas”<sup>101</sup>.

Por conseguinte, perante esta conjuntura factual, somos da opinião que além da necessidade de garantir que na pendência de uma OPA os interesses dos acionistas e dos administradores não surgem dissociados, é também de máxima urgência tentar definir um equilíbrio justo na aplicação de medidas defensivas, tendo em consideração que muitas têm como primordial intenção a proteção das sociedades.

---

<sup>100</sup> Por deliberada entendam-se as situações em que são adotadas medidas exclusivamente com o intuito de assegurar o seu lugar na administração com um claro prejuízo dos interesses dos acionistas.

<sup>101</sup> (GUINÉ, 2009), p.98.

## 5) Case Study

Pretendemos agora fazer um estudo de caso sobre a transfiguração da Portugal Telecom (PT), outrora reconhecida pelos altos padrões de bom governo societário, os mesmos que ao deixarem de ser praticados pela sua administração que optou por decisões empresariais que muitos consideram enviesadas acabaram por conduzir à sua queda. Tendo em consideração toda a exposição realizada ao longo da dissertação, pretendemos fazer uma ligação entre o que foi descrito nos capítulos anteriores relativamente às boas práticas de CG e as possíveis causas que conduziram ao falhanço governativo da PT.

Passaremos então à exposição de alguns factos que demonstram claras falhas de CG, assim como de perturbações ao correto funcionamento do mercado de controlo societário e que provavelmente estiveram na origem do seu colapso. Desde logo, e tendo em consideração que uma OPA deve ser sempre decidida pelo mercado, a existência de “*golden shares*” por parte do Estado Português no capital da PT distorceu o correto funcionamento do mercado de controlo societário implicando uma restrição à livre circulação de capitais. Citando caso análogo, temos o veto realizado pelo Governo Português a uma proposta por parte da Telefónica S.A.<sup>102</sup> para aquisição da participação de 50% detida pela PT na Brasilcel N.V.<sup>103</sup>, veto que ocorreu contra a vontade da maioria dos acionistas presentes na Assembleia Geral, ou seja, apesar dos votos favoráveis por parte de uma maioria qualificada o Estado Português fez uso das ações que lhe conferiam direitos especiais para votar contra a proposta de aquisição<sup>104</sup>, colocando claramente em causa a livre circulação de capitais, por outras palavras, neste caso concreto estamos perante uma medida defensiva (“*golden share*”) destinada a frustrar o êxito de uma OPA que indiscutivelmente limitou o funcionamento do mercado de controlo societário.

---

<sup>102</sup> É uma fornecedora de telecomunicações multinacional espanhola com operações na Europa, Ásia e em toda a América, sendo uma das maiores empresas de telecomunicações e fornecedoras de redes móveis do mundo.

<sup>103</sup> “ *Holding*” que através das suas subsidiárias, presta serviços de telecomunicações principalmente no Brasil e detentora do controlo da Vivo Participações S.A.

<sup>104</sup> Para mais desenvolvimentos sobre esta temática veja-se: GUERREIRO, Pedro, “Como a PT vendeu a Vivo pelo triplo do valor”, Jornal de Negócios, 20 de Julho de 2010. [https://www.jornaldenegocios.pt/empresas/detalhe/como\\_a\\_pt\\_vendeu\\_a\\_vivo\\_pelo\\_triplo\\_do\\_valor](https://www.jornaldenegocios.pt/empresas/detalhe/como_a_pt_vendeu_a_vivo_pelo_triplo_do_valor), consult. em Abril de 2018.

Uma outra situação em que consideramos ter havido um mau funcionamento do mercado relaciona-se com a OPA lançada em 2007<sup>105</sup> pela Sonaecom SGPS sobre o capital da PT. No entanto, e antes de proceder à explicação do sucedido pensamos ser de elevada importância referir que a proposta apresentada estava condicionada à verificação cumulativa de algumas condições: a necessidade da Sonaecom adquirir uma participação maioritária na PT e a remoção de algumas cláusulas vinculativas dos estatutos da PT. Assim, a oferente exigia que fossem removidas certas cláusulas entre as quais:

- I. Limitação dos direitos de voto de qualquer acionista a 10%<sup>106</sup>;
- II. Limitação a 10% na aquisição de ações da PT por um concorrente;
- III. Direitos especiais do Governo Português concedidos pelas suas “*golden shares*”;

O resultado da Assembleia Geral convocada com o intuito de remover as referidas cláusulas vinculativas dos estatutos da PT foi negativo, ou seja, a alteração dos estatutos foi chumbada, o que levou a que a OPA hostile não tivesse sucesso pois estava dependente da verificação das condições já enumeradas. Neste caso concreto, e apesar de o Governo se ter absterido de utilizar a sua “*golden share*”, cremos que as cláusulas previamente estabelecidas nos estatutos da PT por si só já limitavam o funcionamento do mercado de controlo societário. Além do já referido, julgamos ainda que este tipo de cláusulas presentes nos estatutos da PT apenas estavam alinhadas com os interesses dos principais acionistas e do Governo, descurando os interesses dos demais *stakeholders*.

No que concerne ao sistema de remuneração dos administradores da PT, somos da opinião que este demonstra falhas evidentes no que às boas práticas de CG diz respeito, não primando pela proteção dos interesses dos acionistas e sinalizando uma clara tendência para resultados a curto prazo<sup>107</sup>, ao invés de assegurar a sustentabilidade da empresa.

---

<sup>105</sup> Naquela altura a bandeira da Sonaecom no que ao ramo das telecomunicações diz respeito era a Optimus, operadora móvel criada em 1998 e que disputava o mercado com a TMN e a Vodafone, detidas pela PT.

<sup>106</sup> Medida preventiva anteriormente explicada e denominada de “*voting cap*” que implica limitações ao direito de voto. Desta forma, somos da opinião que este tipo de limitações coloca em causa o bom funcionamento do mercado.

<sup>107</sup> Nomeadamente podemos referir o plano de remuneração para contrariar a OPA hostile da Sonaecom, assim como para contrariar a venda da Vivo. A título de exemplo, “a empresa pagou 14,33 milhões de euros aos seus membros de administração, valor que acumula diversas variáveis: remunerações fixas de 2014, remunerações variáveis de 2013 (pagas apenas no ano seguinte), remunerações variáveis de 2010 (idem), prémio pela fusão com a Oi e indemnizações” – cfr. Expresso | Economia: “PT pagou 14,3 milhões a administradores no ano do colapso”, 4 de Maio de 2015.

## Conclusão

Durante a realização desta dissertação consideramos que tendo em consideração todas as ramificações que o movimento de *Corporate Governance* pode abranger o melhor seria estreitar o objeto de estudo. Neste sentido, a análise crítica realizada ao longo do presente estudo permite-nos retirar diversas conclusões conducentes a uma melhor compreensão não só dos mecanismos de governo societário, assim como do mercado para o controlo societário.

Relativamente à possibilidade do sistema remuneratório dos administradores influenciar as boas práticas de governo societário, o presente estudo levou-nos a concluir que uma remuneração baseada em componentes variáveis pode promover a redução dos custos de agência associados aos conflitos de interesse entre acionistas e administradores. Contudo, após toda a análise realizada somos da opinião que apesar de inicialmente ter sido concebida como um mecanismo de governo societário idóneo a mitigar os custos associados aos problemas de agência, a remuneração dos administradores evoluiu ela própria para um problema de *Corporate Governance*, na medida em que pode precisamente motivar à adoção de estratégias que coloquem em causa não só o desempenho mas também a sustentabilidade de uma empresa.

No que concerne ao mercado para o controlo societário a investigação efetuada permite-nos concluir que além de este se configurar como um dos principais mecanismos de governo societário também partilha uma conexão intrínseca com as operações de fusão e aquisição. Por conseguinte, cremos que o mercado para o controlo societário não se cinge apenas a limitar o comportamento oportunista, na medida em que os *takeovers* também se apresentam como resposta à gestão ineficiente, mesmo que esta não resulte de condutas oportunistas, e além disso através deste mercado pode ainda ocorrer a tão importante criação ou aumento de sinergias.

Considerando que o mercado para o controlo das sociedades deve funcionar de forma eficiente e transparente, entendemos no seguimento da análise efetuada que a adoção de

---

<http://expresso.sapo.pt/economia/2015-05-04-PT-pagou-143-milhoes-a-administradores-no-ano-do-colapso#gs.wNbvqLc>, consult. em Abril de 2018.

Para um desenvolvimento mais detalhado sobre este tema veja-se o Relatório de Governo da Sociedade relativo à PT de 2014, disponível para consulta em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/RGS55286.pdf>.

Uma última nota para o facto de em 2014 a PT ter tido um prejuízo de 289 milhões de euros, muito por culpa da revelação do investimento descuidado em papel comercial do Grupo Espírito Santo, investimento que não teve em consideração os riscos inerentes a todos os *stakeholders*.

medidas defensivas cria entraves ao seu regular funcionamento, desencadeando inevitavelmente conflitos de agência com prejuízo para os interesses dos acionistas.

## Bibliografia

AA.VV. (2006). *Livro Branco Sobre Corporate Governance Em Portugal*. Instituto Português de *Corporate Governance*.

AA.VV. (2010). *Miscelâneas*. Coimbra: Almedina.

AA.VV. (2013). *Código das Sociedades Comerciais em comentário* (Vol. VI). Coimbra: Almedina.

ABREU, J. M. (2010). *Governança das sociedades comerciais* (2ª ed.). Coimbra: Almedina.

BECHT, M./ BOLTON, P/ RÖELL, A. (2002). *Corporate Governance and Control*. Em: NBER Working Paper (nº 9371), disponível em <https://ssrn.com/abstract=359308>.

BOUSQUET, J. (2017). *Synergies Valuation in M&A*, Master Thesis HEC Paris.

CORDEIRO, A. B. (2016). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Almedina.

CORDEIRO, A. M. (2016). *Direito das Sociedades* (Vol. I). Lisboa: Almedina.

CUNHA, P. O. (2010). *Direito das Sociedades Comerciais* (4.ª ed.). Coimbra: Almedina.

DE LA MERCED, M./WERDIGIER, J. (2010). *The Origins of Lehman's 'Repo 105'*. Em: The New York Times.

EICHENWALD, K. (2002). *For WorldCom, Acquisitions Were Behind Its Rise and Fall*. Em: The New York Times.

FERNANDES, N. (2005). *Board Compensation and Firm Performance: The Role of "Independent" Board Members*. Em: ECGI Finance Working Paper (nº104/2005), disponível em <https://ssrn.com/abstract=830244>.

FERREIRA, M. R. (2011). *OPA Concorrente*. Em: *Direito dos Valores Mobiliários* (Vol. X, pp. 135-502). Coimbra: Coimbra Editora.

FRADA, M. C. (2014). *Ou cumpres ou explicas-te? Sobre a soft law no governo societário*. Em: III Congresso Direito das Sociedades em Revista. Coimbra: Almedina.

FRAGOSO, L. (2005). *A OPA Inibitória e a limitação de poderes da sociedade visada – O art. 182.º do CVM*. Disponível para consulta em <http://www.verbojuridico.net>.

GOERGEN, M./MARTYNOVA, M./RENNEBOOG, L. (2005). *Corporate Governance Convergence: Evidence from takeover regulation*. Em: ECGI Law Working Paper (nº33/2005), disponível em <https://ssrn.com/abstract=709023>.

GOMES, F. (2011). *Remuneração de Administradores de Sociedade Anónimas “Cotadas”, em geral, e no Sector Financeiro em particular*. Em: I Congresso Direito das Sociedades em Revista. Coimbra: Almedina.

GRUNDMANN, S. (2005). *The Market for Corporate Control: The Legal Framework, Alternatives, and Policy Considerations*. Disponível para consulta em [http://grundmann.rewi.hu-berlin.de/Publikationen/3.92\\_Corporate\\_Governance.pdf](http://grundmann.rewi.hu-berlin.de/Publikationen/3.92_Corporate_Governance.pdf).

GUERREIRO, P. (2010). *Como a PT vendeu a Vivo pelo triplo do valor*”. Em: Jornal de Negócios.

GUINÉ, O. V. (2009). *Da Conduta (Defensiva) da administração “Opada”*. Coimbra: Almedina.

JENSEN, M./MECKLING, W. (1976). *The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (Vol. 3, n.º4). Em: Journal of Financial Economics.

JIMÉNEZ, J. I. (2000). *Stock Options, regulación, economía, política retributiva y debate social*. Madrid: Dykinson.

KIM, Y. (2016). *The Agency Problem of Lehman Brothers’ Board of Directors*. Em: Illinois Business Law Journal, disponível em: <https://publish.illinois.edu/illinoisblj/2016/04/28/the-agency-problem-of-lehman-brothers-board-of-directors/>.

KRISHNAMURTI, C. /SHAMS, S. / CHOWDHURY, H. (2017). *Empire Building and Corporate Social Responsibility*. Disponível para consulta em <https://ssrn.com/abstract=2804846>.

LEITÃO, L. M. (2007). *As Medidas Defensivas Contra Uma Oferta Pública de Aquisição Hostil*. Em: *Direito dos Valores Mobiliários* (Vol. VII). Coimbra: Coimbra Editora.

MARTYNOVA, M./RENNEBOOG, L. (2008). *Spillover of Corporate Governance Standards in Cross-Border Mergers and Acquisitions*. Em: TILEC Discussion Paper.

MATA, J. (2016). *Economia da Empresa* (9ª ed.). Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian.

MATUCHESKI, S. (2009). *Governança corporativa e volatilidade das ações negociadas na Bovespa na crise financeira de 2008*. Em: Revista Brasileira de Estratégia (Vol. 2, nº2).

NASCIMENTO, R. S. (2009). *A Remuneração dos Administradores e o Desempenho da Empresa: O Caso Português*. Em: Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários (nº32).

OLIVEIRA, A. P. (2017). *Manual de Governo das Sociedades*. Coimbra: Almedina.

REQUICHA FERREIRA, M. (2015). *Acordos de Aceitação e de Não-Aceitação de OPA*. Coimbra: Almedina.

RODRIGUES, J. (2009). *Corporate Governance - Retomar a confiança perdida*. Lisboa: Escolar Editora.

SMITH, A. (2006). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* ( 4.<sup>a</sup> Edição). (L. C. AGUIAR, Trad.) Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian.

SUNDARAM, A. (2004). *Advances in Mergers and Acquisitions: Mergers and Acquisitions and Corporate Governance* (Vol. 3). Emerald Group Publishing Limited.

TAVARES, J. (1924). *Sociedades e Empresas Comerciais* (2<sup>a</sup> ed.). Coimbra: Coimbra Editora.

TSAGAS, G. (2011). *EU Takeover Regulation: one size can't fit all*. Em: International Journal of Private Law (Vol. 4, n<sup>o</sup>1).

VENTURA, R. (2006). *Fusão, Cisão, Transformação de Sociedades (Comentário ao Código das Sociedades Comerciais)* (3<sup>a</sup> Reimpressão da Edição de 1990 ed.). Coimbra: Almedina.