



Corporate Governance - Os
Investidores Institucionais no
Governo das Sociedades Comerciais

por

Ana Rita Lopes Moreira

Dissertação de mestrado em Direito da Empresa e dos Negócios

Orientada por:

Professora Doutora Maria Victória Ferreira da Rocha.

2015

Índice de Abreviaturas

Artigo – art.;

Artigos – arts.;

Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado – AEM;

Associação Empresarial para a Inovação – COTEC;

Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento – APCRI;

Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios – APFIPP;

Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões – ASF;

Código Civil – CC;

Código das Sociedades Comerciais – CSC;

Código dos Valores Mobiliários – CVM;

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários – CMVM;

Corporate Governance – CG;

Correios de Portugal – CTT;

Estados Unidos da América – EUA;

Governo das Sociedades – GS;

Investidor Institucional – II;

Investidores Institucionais – IIs;

Organismo de Investimento Colectivo – OIC;

Organismos de Investimento Colectivo – OICs;

Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico – OCDE;

Sociedade Anónima – SA;

Sociedades Anónimas – SAs;

União Europeia – UE;

Universidade Católica Portuguesa – UCP.

Nota prévia 1) Por motivo de limite de caracteres: as citações da bibliografia no texto apenas compreende o nome do autor, data da obra e páginas, ficando a bibliografia completa na Bibliografia.

Nota prévia 2) Por motivo de limite de caracteres: os links consultados estão indicados no texto sem a data em que foram acedidos, ficando as datas na Bibliografia

Índice

| | |
|---|-----------|
| 1. Introdução | 1 |
| 2. A Sociedade Anónima e os seus acionistas | 3 |
| 2.1 Origem da Sociedade Anónima | 3 |
| 2.2. A relação entre a Sociedade Anónima e os seus sócios..... | 5 |
| 2.3. Absentismo dos sócios | 6 |
| 3. Problema de Agência..... | 9 |
| 4. Corporate Governance..... | 14 |
| 4.1. Origem e noção | 14 |
| 4.2. Modelos de Corporate Governance..... | 18 |
| 5. Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades | 20 |
| 5.1. Conceito de Investidor Institucional..... | 21 |
| 5.2. Investidores Institucionais no Governo das Sociedades..... | 22 |
| 5.3. A realidade portuguesa | 27 |
| 5.4. Os Investidores Institucionais no Governo das Sociedades que constituem o PSI20 | 31 |
| 6. Conclusões | 39 |
| Bibliografia..... | 42 |
| Anexos..... | 52 |

1. Introdução

O presente trabalho consubstancia-se numa posição crítica sobre o papel dos IIs enquanto acionistas nas empresas portuguesas, propondo-nos a analisar o tema focando na realidade portuguesa mas não podendo deixar de mencionar, quando pertinente, até por razões de escassez de dados, outras realidades.

Após a descrição e explanação dos principais conceitos associados a este tema, abordaremos a possibilidade de se defender um intervencionismo por parte dos IIs. Para isso analisamos de que forma é utilizado o seu direito de participação e de voto em assembleias gerais, a maneira pela qual se fazem representar no conselho de administração, quando a isso tenham direito, bem como perceber quais os assuntos que lhes são mais relevantes e de que forma o seu ativismo influencia a gestão das empresas em que participam.

Primeiramente focar-nos-emos na relação dos sócios com a SA e com a problemática do absentismo social como causa para o *free rider* e o problema de agência. Focaremos o trabalho nas SAs, por ser nestas empresas que a pulverização do capital social origina as maiores questões de GS, e por ser aqui que o ativismo dos IIs originará consequências mais relevantes, apresentando as causas desses problemas e as principais soluções apontadas. Seguidamente, abordaremos o conceito de problema de agência como resultado da distância dos sócios à sociedade. Seguir-se-á um estado da arte em relação ao conceito de GS, que apesar de ser um tema ainda, relativamente, recente é apontado como solução para os problemas provenientes de um dilema de agência.

Por fim, falaremos dos IIs no GS, tentando encontrar uma resposta para as seguintes questões: 1) será que o ativismo destes investidores é um a solução para uma melhor gestão das empresas? 2) Será que os IIs são verdadeiramente ativos? 3) E se forem ativos, será que é apenas em assuntos que a eles lhes beneficiem? 4) Por fim, será que as administrações das empresas estão atentas a estes investidores?

Abordaremos o conceito de II, bem como a sua dimensão para seguidamente, o estudar no ordenamento português. Com o intuito de perceber se esta solução pode ser equacionada num mercado pequeno e tão concentrado como o mercado português procuramos focar o nosso trabalho em dados nacionais. Por escassez de bibliografia portuguesa, empreendeu-se uma metodologia qualitativa de recolha de dados,

inquirindo as sociedades comerciais que compõem o PSI20, Euronext Lisbon e realizando uma análise documental aos seus *websites*, procurando refletir as questões de investigação sobre a utilização do direito de participação, de voto e de representação nos conselhos de administração por parte dos IIs que compõem a sua estrutura acionista, quais os assuntos mais pertinentes para estes investidores e de que forma o seu comportamento modifica a gestão dessas mesmas empresas. Procuramos, ainda, entender de que forma as empresas têm em consideração a sua envolvente, inserindo-se, assim, no modelo *stakeholders* de gestão. Com esta análise empírica procura-se perceber a posição destes investidores enquanto acionistas nas empresas em que investem, no que diz respeito ao direito de voto, de participação em assembleia geral, de representação no conselho de administração; bem como os temas que lhes são mais relevantes e, ainda, a posição das administrações das empresas em relação às suas condutas. Levando-nos, assim, às questões de investigação centrais deste trabalho: 1) demonstrar se é possível defender a possibilidade de uma posição mais ativa por parte dos IIs nas sociedades portuguesas e 2) perceber como as administrações encaram os interesses dos seus *stakeholders*.

2. A Sociedade Anónima e os seus acionistas

O ordenamento jurídico português contempla quatro tipos de sociedades: a sociedade em nome colectivo (arts. 1º e 175º ss. CSC), as sociedades por quotas (arts. 1 e 197º ss. CSC), as SAs (arts. 1º e 271º ss. CSC) e as sociedades em comandita, simples (arts. 1º e 474º ss. CSC) e por ações (arts. 1º e 478º ss. CSC).

Apenas um destes tipos de sociedades pode ser adoptado aquando a constituição de uma sociedade (art. 1º nr.º 2 CSC) possuindo cada um características díspares. Enquanto as sociedades em nome colectivo denotam uma estrutura mais familiar (art. 175º CSC), as SAs são aquelas em que, em regra, existe uma maior dispersão de capital social (art. 271º CSC). O tipo, dito intermédio, que concilia a aproximação dos sócios à empresa, limitando, no entanto, a sua responsabilidade, é constituído pelas sociedades por quotas (art. 197º CSC). Às sociedades em comandita aplicam-se as normas do Título V do CSC, juntamente com as disposições relativas às sociedades em nome colectivo, quando se trata de sociedades em comandita simples (art. 474º CSC), ou aplicam-se as disposições relativas às SAs, quando estão em causa sociedades em comandita por ações (art. 478º CSC).

Aos sócios cabe, para além da realização das suas entradas (art. 277º CSC) o dever, por força do principio da boa fé (arts. 762º nr.º2; 334º CC) e do dever de colaboração (art. 980º CC), de atuar de forma responsável sem prejudicar a sociedade nem os restantes sócios.

O tipo de sociedade que suscita maiores problemas na relação com os sócios devido à sua complexidade de forma e à sua dispersão de capital é, em regra, a SA. Por essa razão esta será objecto do nosso estudo, sendo o *habitat* natural das questões mais pertinentes no que concerne ao GS.

2.1 Origem da Sociedade Anónima

O direito pauta-se por se ir desenvolvendo de acordo com a realidade, “o direito deve servir a vida e deve pôr à sua disposição as soluções que satisfaçam as necessidades que vão surgindo” (Nunes, 2002: p. 267). As sociedades por ações “não surgiram fruto de um genial ato criativo por parte do legislador. E também não nasceram afeiçoadas pelas mãos sabedoras dos juristas. Construíram-se, pouco a pouco, a partir de

exigências económicas que a realidade espontaneamente postulava” (Marcos, 1997: p.14).

A SA tem a sua origem no século XVII e XVIII¹. As grandes companhias coloniais do século XVII, designadamente a Companhia Holandesa das Índias Orientais (1602), são dadas como exemplos de SAs e modelo do que viriam a ser as SAs modernas. Até ao século XIX as SAs eram fundadas e reguladas por “*acte du Prince*” (Serens, 1997: p. 7) que, para cumprir as suas funções, eram munidas de poder militar e direitos de soberania. É a partir do século XIX, com o Código de Comércio (1807), que a constituição das SAs deixou de ser de competência estatal e passou a fazer parte do direito privado, começando a ser considerada nas palavras de Butler “a maior descoberta dos tempos modernos, mais preciosa que a do vapor e da eletricidade” ou segundo Ripert “um maravilhoso instrumento criado pelo capitalismo moderno na recolha de poupanças para a criação das primeiras empresas”, ambos citados por Serens (Serens, 1997: p. 8). A SA deixou de espelhar os seus sócios e começou a ter existência própria e foi assim que “surgiu, se desenvolveu e consolidou poderosamente a sociedade anónima, em que a ação, título representativo do capital dos sócios, substituiu a pessoa, em que o capital substituiu o homem” (Tavares, 1924: p. 298).

Atualmente a SA não é apenas uma forma de organização de grandes empreendimentos, é usada, também, para pequenas e médias empresas. Tendo em conta o mercado português, fácil é de perceber que, as grandes SAs são escassas, existindo um grande número de pequenas e médias SAs.

Podemos distinguir dois tipos de SA: a grande SA e a SA fechada ou familiar. Embora a SA esteja pensada para captar grandes investimentos, coexistem dois tipos de sócios: os que controlam e são responsáveis pelo destino da sociedade e os pequenos acionistas, os acionistas “poupadores” (ou investidores/aforradores).

A SA aberta está prevista no CVM no seu art. 13º, sendo caracterizada pela dispersão de ações representativas do seu capital social pelo público, deixando, assim, as organizações mais vulneráveis a ataques exteriores. A malha de interesses aqui presente é complexa, visto que os agentes envolvidos são em grande número, aportando, cada um deles, uma agenda específica. Na sociedade aberta não está só em causa o interesse

¹ O surgimento das sociedades por ações é assinalado no período medievo, mas de uma forma pouco relevante (Marcos, 1997: p. 13).

da sociedade e dos sócios, há que se atender aos interesses dos investidores, dos credores e dos trabalhadores, ou seja, uma vasta gama de *stakeholders*. Por se movimentarem no mercado de controlo acionista “*market for corporate control*” (Câmara, 2011: p. 510) está mais sujeita a ataques, como são exemplo as ofertas públicas de aquisição (controlo externo), estando ainda sujeitas a flutuações de mercado, uma vez que, quando apresentam piores resultados, estes conduzem à alienação das ações por parte dos investidores o que origina uma descida do valor e da procura das ações – “*Wall Street rule*” (Câmara, 2011: p. 510).

Este tipo de sociedade está regulada no CVM juntamente com o CSC. Estão também sujeitas ao Código do GS, texto elaborado e aprovado pela CMVM (art. 245º-A CVM), as sociedades abertas emitentes de ações ou de outros valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado.

Devido à permeabilidade a ataques vindos do mercado em que negocia, existe a possibilidade de os sócios criarem uma SA fechada ou familiar. Neste tipo de sociedade existe um *intuitus personae* que traduz uma personalização da sociedade onde a figura dos sócios tem mais relevo, assumindo a sua posição original, a chamada “matização personalística do cunho capitalístico” (Cunha, 2008: p. 232). Contudo, a utilização deste tipo de SA apenas é legítimo se todas as normas imperativas do tipo em causa forem respeitadas, sob pena de violar o princípio da tipicidade.

Consequentemente, pelas razões expostas, são as SAs abertas as que nos interessam, mormente, pela dispersão do capital e consequente absentismo social.

2.2. A relação entre a Sociedade Anónima e os seus sócios

À dualidade na tipologia de sócios (empresário/ investidor), contrapõem-se os tipos de interesses: enquanto que o primeiro se preocupa com a gestão da empresa, o segundo apenas está preocupado com a rentabilidade do seu investimento, seja por via de distribuição de dividendos, seja pela valorização das suas participações sociais.

A posição dos sócios empresários, capazes de colocar o objecto da sociedade acima do seu interesse, justifica o atual modelo da SA, onde é privilegiada a posição destes acionistas face aos meros investidores, sendo esta a razão que justifica algumas normas do regime destas sociedades, como por exemplo a admissibilidade de ações preferenciais sem voto (art. 341º CSC, que permite aos pequenos investidores

participarem no capital das SAs e os empresários de continuarem a controlar a gestão da empresa) e o esvaziamento das competências da assembleia geral (art. 376º nr.º 1 CSC) face aos poderes de gestão do conselho de administração (art. 406º CSC) (Serens, 1997: pp. 9-11).

Surge, aqui, nítida a contraposição entre fornecedores de capital e as pessoas a quem incumbe a administração, configurando uma separação entre a propriedade acionista e o controlo da sociedade, e abrindo espaço para problemas de agência.

2.3. Absentismo dos sócios

Todos os sócios têm obrigações e direitos previstos na lei (arts. 20º e 21º CSC), de modo a participarem ativamente na vida da sociedade, os sócios necessitam de usufruir de um naipe de direitos: o direito de informação (arts. 288º ss. CSC), o direito ao lucro (arts. 294º ss. CSC), o direito ao voto e o direito de participação, materializando-se, este último, no direito de assistência, discussão e intervenção (art.379º CSC).

Apenas iremos analisar os direitos relacionados com as deliberações sociais, a saber: o direito de informação, o direito de voto e o de participação.

Nas SAs abertas estes direitos não são exercidos de igual modo por todos os acionistas. A característica pulverização da titularidade acionista faz com que exista um elevado número de absentismo do exercício dos direitos sociais por parte dos sócios, designadamente o direito de voto, em especial do acionista “poupador” que muitas vezes não quer e não dispõe de meios suficientes para poder participar. Estes pequenos investidores não têm um número suficiente de ações que lhes tornem rentáveis os gastos em que vão incorrer, tanto em termos materiais como de disponibilidade, para analisar toda a informação financeira necessária para um exercício crítico do direito de voto. A gestão da sociedade está entregue a uma maioria estável que torna, tendencialmente, todas as iniciativas provindas destes investidores “inúteis”. (Triunfante, 2004: p. 36). Acresce o facto de estes investidores serem minorias desorganizadas que muitas vezes não dispõe da representação mínima para participar nas assembleias gerais, levando-os ao caminho mais fácil e seguro - confiarem nas opiniões dos investidores qualificados, ou seja, incorrerem numa prática de *free riding*. Pode-se, aqui, defender o direito de agrupamento (art.379º nr.º5 CSC), mas cremos que devido à abstenção destes pequenos acionistas em relação à vida da sociedade e à difícil execução desta medida, esta possibilidade não será muito exequível, como o espelha a opinião de Pedro Maia, que

partilhamos, “o direito de agrupamento, garantindo abstratamente a participação na assembleia a todos os acionistas, não tem esse efeito prático: quer porque o pequeno acionista investidor desconhece completamente a identidade de outros acionistas a quem se possa agrupar, quer porque esse pequeno acionista não tem propensão, nem meios, para promover o exercício do direito de agrupamento que a lei lhe confere” (Maia, 2002: p. 129).

Por conseguinte, estamos, muitas vezes, perante uma maioria desorganizada e dispersa de acionistas face a uma minoria organizada e coesa que gere a sociedade. O conceito de maioria, com o desenvolvimento deste tipo de sociedade, muitas vezes não se traduz na detenção de 50% do capital ou na detenção de ações suficientes para dominar a assembleia geral, traduzindo-se num conjunto de acionistas que, tendencialmente, em grupo conseguem deter percentagem suficiente para eleger a administração. Atualmente a maioria é na realidade um grupo minoritário organizado que controla a sociedade pelo facto da verdadeira maioria estar dispersa e desorganizada (Triunfante, 2004: p. 23). Este grupo de acionistas controla o órgão de administração que é o verdadeiro motor da sociedade, no sentido da sua operacionalidade, e portanto dos objectivos a atingir, podendo controlar, também, a assembleia geral devido ao absentismo e dispersão dos restantes acionistas, sendo que a assembleia geral viu as suas competências serem esvaziadas pelo órgão de administração, tornando-se num “teatro sem figurantes” (Triunfante, 2004: p. 24) ou “desinteressante” (Maia, 2002: p. 132).

Os IIs, apesar de serem uma minoria, são-no de forma organizada e com interesses definidos. Face ao pequeno acionista possuem um maior número de ações com conhecimentos e meios que estes não têm à sua disposição. Estes investidores não pretendem o domínio ou a gestão da sociedade e, por isso, não os podemos comparar aos acionistas empresários, mas também não encaram as suas participações do mesmo modo que o investidor “familiar” pois o sucesso da sua atividade passa pelas boas *performances* das empresas em que investem.

Além dos acionistas empresários, apenas estes investidores, tendencialmente, detêm uma percentagem das participações sociais suficiente para poder eleger um administrador (art. 392º CSC). Note-se que muitas vezes são exigidos mínimos de capital para se poder exercer os direitos sociais (art. 379º CSC) o que, embora não esteja

ao alcance dos pequenos investidores, está-o dos IIs, que não são considerados minorias “no sentido tradicional do termo” (Triunfante, 2004: p. 25).

O absentismo acionista, de forma mais fortemente ligada ao investidor “familiar”, é considerado uma” praga na sociedade anónima” (Maia, 2002: p. 131) por duas razões principais: pelo *free riding*, o pequeno acionista não possui conhecimentos nem disponibilidade financeira suficiente para analisar os documentos da empresa e por isso confia nos juízos dos investidores qualificados; e pelas frequentes limitações ao exercício dos direitos sociais, originando, assim, um problema de agência. Como estamos perante estruturas complexa, os acionistas terão de incorrer em custos suplementares para fiscalizar a administração das sociedades – custos de agência.

Clarificada a evolução da SA e os papéis que a estrutura acionista vem a assumir ao longo do tempo, tornou-se fulcral abordar o problema de agência, que lhe é reconhecido desde a sua origem em 1932.

3. Problema de Agência

Em 1932 Berle e Means afirmaram que a separação entre propriedade e controle podia originar sérios problemas no que concerne à diferença entre os interesses dos proprietários e os interesses dos gestores (Berle e Means, 1932: p. 120). Respondendo esta questão Jensen e Meckling desenvolveram uma teoria da estrutura de propriedade, evidenciando que uma relação de agência consiste num “contrato no qual uma ou várias pessoas (entidade principal) recorrem aos serviços de outra pessoa (agente) para que esta realize uma tarefa em seu nome (entidade principal), o que implica uma delegação de autoridade no agente para tomada de decisões” (Jensen e Meckling, 1976: p.5). Como ambas as partes da relação pretendem maximizar a sua utilidade, é natural que o agente não atue, estritamente, no interesse do principal.

Outra perspectiva é de que o problema de agência é produto da separação do “*management*” (enquanto prática de gestão) com o investidor, não bastando o normal funcionamento do mercado para resolver os problemas de agência, “o empreendedor, ou gestor, capta recursos dos investidores para aplica-los em projetos rentáveis ou para gerir o capital social da firma. Os investidores necessitam de gestores qualificados para fazer com que os recursos possam ser aplicados em projetos rentáveis. Os gestores precisam do dinheiro dos investidores para a concretização dos seus objectivos, pois, ou não dispõem de recursos suficientes, ou desejam diversificar os seus investimentos, e os investidores têm a consciência da possibilidade de apropriação dos seus recursos pelos gestores, o problema de agência que se coloca é: como garantir aos investidores que os seus recursos vão ser aplicados segundo os seus interesses e ter o retorno esperado?” (Shleifer e Vishny, 1997: p. 740-741).

Já em 1776 Adam Smith dizia sobre os administradores das companhias coloniais “ dos directores destas companhias, contudo, 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. Como os servidores de um homem rico, eles têm tendência a não prestar atenção a pequenas questões como não respeitantes à honra de seu amo, e muito facilmente se abstêm de a prestar” (Smith, 1987: p. 362). Assim, o problema de agência é uma realidade que não desaparece com o normal funcionamento do mercado,

como o declara Samuelson Nordhaus (Nordhaus, 1999: p. 29). São exemplos paradigmáticos desta realidade a Enron² nos EUA ou a Parmalat³ na Europa.

Os problemas de agência podem ser sumarizados nas seguintes três vertentes, identificados por Hansmann e Kraakman: os problemas de agência entre acionistas (principais) e administradores (agentes); entre acionistas majoritários ou que controlam a empresa (agentes) e os acionistas minoritários (principais); entre a sociedade (agente) e os terceiros que se relacionam com ela, clientes, trabalhadores e credores (principais). (Hansmann e Kraakman, 2004: pp. 21-22).

Abordando este conflito de interesses Paulo Câmara escreve que as SAs “conhecem tipicamente diversos tipos de conflitos de interesses. Figure-se a possível tensão de interesses entre administradores e acionistas, entre acionistas majoritários e minoritários, entre acionistas e credores ou, por fim, entre acionistas e credores ou outros sujeitos com interesses relevantes na empresa (*stakeholders*)” (Câmara, 2010: p. 37), introduzindo a questão de qual a conduta que deve ser adoptada pelos administradores face à envolvente. Catarina Serra propõe duas vertentes, na primeira os “administradores devem realizar o interesse dos sócios (*shareholder primacy* ou *shareholder value principle*), o que equivale a dizer: a maximização do lucro (*shareholder wealth maximisation* ou *shareholder value here and now*)” (Serra, 2012: p. 217) e na segunda, os administradores não podem menosprezar todos aqueles que se relacionam com a empresa, os *stakeholders*, sob pena de que “sempre que a empresa não «internaliza» os custos da sua actividade, está a criar «externalidades negativas» (*negative externalities*), ou seja, custos suportados por terceiros (*stakeholders* ou *constituencies*) como os trabalhadores, os credores, os clientes, os fornecedores ou a comunidade” (*ibidem, ib*: p. 219).

A complexidade da gestão moderna reserva a administração de uma sociedade para os especialistas – os administradores; havendo, por isso, separação entre capital e gestão, tendo efeitos positivos para as empresas e para o mercado (Silva *et al.*, 2006: p. 14).

² A Enron é o produto da fusão das empresas Houston Natural Gás e a InterNorth e dedicava-se ao negócio da energia. Em 2001 a empresa é intimada pela Secure Exchange Commission (SEC) por diversas denúncias de fraudes contabilísticas. Em 2002 a Enron decretou insolvência juntamente com a sua auditora externa Arthur Andersen, consultado em <https://www.youtube.com/watch?v=Nd0ysLCIQxE>.

³ Tornou-se um caso famoso pela falsificação da contabilidade da empresa e pela extracção de benefícios privados pela família que controlava a empresa. Calisto Tanzi foi condenado por fraude em 2003 e em 2011 foi detido, consultado em <http://economia.ig.com.br/tribunal+italiano+prende+exdono+da+parmalat/n1300153086439.html>.

Fica claro que a existência de pessoas na gestão das empresas diferentes da pessoa dos seus donos traz vantagens para a própria empresa, para os acionistas e para o mercado. Contudo, essas vantagens têm o seu contraponto, uma vez que esta relação entre gestores e investidores não é perfeita, existindo vários problemas associados a ela, sendo, o principal, no nosso entender, e que temos vindo a abordar, o problema de agência. Os gestores gozam de grande arbitrariedade na realização da sua função e na tomada de decisões, devendo-se, esta arbitrariedade, à dispersão acionista e à assimetria de informação existente entre administradores e acionistas (Silva *et al.*, 2006: p. 14-15). Os interesses dos gestores são, muitas vezes, diferentes dos interesses dos investidores, existindo um verdadeiro conflito em que “a satisfação de um prejudique a de outro. O conflito não se basta, assim, com a simples concorrência de interesses contrapostos”. (Câmara, 2010: p. 56).

Confrontados com esta realidade, os acionistas são forçados a incorrer em custos para conseguir “controlar” a gestão das empresas – custos de agência. Jensen e Meckling definem custos de agência como a soma de custos que os acionistas assumem para controlar os gestores, para que a conduta do agente vise os interesses do principal e se minimize a perda residual, as somas perdidas pelo principal devido às condutas inadequadas do agente (Jensen e Meckling, 1976: p. 310).

Em resumo, a dimensão mais relevante, para o caso, do problema de agência resulta sempre da existência de um conflito de interesses entre gestores e os restantes *shareholders*, ou seja, sempre que os gestores atribuam a si compensações injustificadas, negociam em proveito próprio, privilegiam o curto prazo em detrimento do longo prazo ou quando atuam, mesmo que honestamente, de forma incompetente ou aplicam tempo insuficiente aos negócios da empresa (Alves, 2005: p. 23).

A literatura aponta diversas formas para controlar o problema de agência: *takeovers* (Shleifer e Vishny, 1997: p. 784); a responsabilidade dos administradores (art.64º nr.º1, al.a) CSC); a reputação dos gestores; as *stock options*; a *D&O Insurance*; o brio por parte dos gestores; o medo da responsabilidade (Ferreira, 2008: pp. 15-16) ou, olhando a realidade japonesa, o controlo por parte dos principais investidores de longo prazo (Freire, 1995: p. 50).

No caso do mercado português, com uma estrutura de propriedade concentrada⁴ o maior problema de agência é o segundo: “nas empresas em que existe um acionista com uma posição dominante ou com uma participação de controlo, os principais desafios parecem residir em assegurar que os interesses (económicos) dos acionistas minoritários são protegidos de forma adequada” (UE, 2011: p. 12)⁵. Num mercado como o nosso, caracterizado por uma relativa falta de liquidez e baixo volume de transações no mercado de capitais, a preocupação não é tanto com a diferença de posição entre gestores e acionistas e mais com a diferença de posição entre acionistas majoritários e minoritários, pois, a maioria das empresas portuguesas em análise é constituída por alguns acionistas com participações qualificadas que controlam os órgãos de administração, o que não inviabilizando os problemas relacionados com as administrações relaciona-os com a questão das posições de controlo dos acionistas. Não obstante, um sistema de núcleo duro pode minimizar os custos de representação pois os acionistas majoritários têm um maior incentivo para controlar a administração. Contudo, isto já não acontece quando acionistas principais e administradores forem os mesmos, o que é comum nas situações em que a empresa é controlada por famílias (Eisenberg, 1999: p. 124), uma realidade próxima da portuguesa onde se denota uma grande intromissão dos acionistas majoritários no órgão de administração (Mello, 1996: p. 66), em muitos casos dando instruções para a prossecução dos seus próprios interesses (Gomes, 2010: p. 80), sendo um mercado com “muito poucas características comuns a um sistema participado e aberto ao mercado de capitais: a propriedade não está dispersa, nem é homogeneamente distribuída, estando muito vincada a diferença entre acionistas nucleares e minoritários; o processo de decisão não é participado, nem descentralizado, nele tomando parte exclusivamente um grupo restrito de acionistas; em muitos casos não existe separação entre proprietários e gestores” (Mello, 1996: p.68).

Importa não esquecer, também para Portugal, e para uma economia saudável, o terceiro problema de agência assinalado - também os interesses dos gestores ou dos grandes acionistas pode não coincidir com os interesses dos empregados, dos consumidores, ou seja, de uma série de *stakeholders* (Alves, 2007: p. 184).

⁴ Em 1988 a percentagem média detida pelo maior acionista era de 35,5 %, em 1993 o maior acionista detinha, em média, 42% do capital social (Mello, 1996: pp. 60-63). Num momento mais atual parece que a realidade é sensivelmente a mesma e a maioria das empresas estão “nas mãos” de famílias onde não há separação entre os grandes acionistas e os gestores (Rodrigues, 2009: pp. 301-302).

⁵Consultado em http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_pt.pdf.

Novas práticas de GS são apontadas como formas de evitar os problemas de agência aqui analisados e como modo de reaver a confiança nas estruturas financeiras, aliás a definição de *CG*⁶ de Shleifer e Vishny, é, precisamente, “as formas pelos quais os investidores asseguram-se de obter um retorno do seu investimento” (Shleifer e Vishny 1997: p. 737).

Pelo exposto, torna-se essencial conceptualizar e contextualizar o conceito de GS para um melhor entendimento do tema.

⁶ *CG* é a expressão inglesa para a expressão GS em português. No português do Brasil será governança corporativa. No presente trabalho usaremos tanto a expressão portuguesa como a inglesa.

4. *Corporate Governance*

4.1. Origem e noção

Para superar os problemas de agência devem criar-se mecanismos eficientes, internos ou externos, que garantam o alinhamento dos interesses dos principais (acionistas) com os dos agentes (gestores): a estes mecanismos dá-se o nome de GS.

O GS é um tema com destaque em todo o mundo e o nosso país não é exceção, onde, mesmo com um mercado de capitais de dimensão reduzida, as empresas portuguesas com títulos cotados constituem um importante factor de crescimento e riqueza⁷.

A emergência do conceito de GS surge na década de setenta do século passado nos EUA quando se descobriu que muitas sociedades tinham financiado a campanha eleitoral de Nixon e subornado membros de governos estrangeiros. (Abreu, 2010: p. 9-10), tendo as primeiras tentativas de regulamentação aparecido nos países anglo-saxónicos devido ao forte desenvolvimento e importância dos seus mercados de capitais. O tema suscitou interesse no meio académico, principalmente a partir dos finais dos anos oitenta, época em que os IIs começaram a intervir mais nos mercados e a exigir condutas de gestão mais alinhadas com os seus interesses. Os crescentes escândalos financeiros que vinham a ser descobertos ajudaram a desencadear a crescente atenção prestada ao tema. Aliás, a pergunta de Paula Costa e Silva parece-nos muito concisa a espelhar a razão fundamental para a necessidade de melhores práticas de governo: “Como foi possível que empresas admitidas à negociação em bolsa viessem a ser declaradas falidas?” (Silva, 2005: p. 725). Esta interrogação constitui o mote da análise que se segue, pelo que exporemos, de seguida, várias definições de *CG*.

Denis e McConnell definem GS como o “conjunto de mecanismos – tanto institucionais como de mercado - que induzem os gestores, interessados em determinados resultados em benefício próprio, a tomar decisões que maximize o valor da empresa para os seus proprietários (acionistas)” (Denis e McConnell, 2003: pp. 1-2). Outras definições são

⁷ De facto a importância do tema GS é transversal a qualquer país e a todos os governos. No caso português, o ex-ministro das finanças Professor Doutor Teixeira dos Santos, teve oportunidade de se pronunciar sobre a necessidade de se refletir sobre o tema “em primeiro lugar, constato que vivemos um período em que a matéria do *Governo das Sociedades* reclama outras respostas das fontes de Direito” (Santos, 2007: p. 12), e sobre a importância que ele tem na economia, “é uma prioridade fundamental para uma economia que se quer moderna, assente na inovação e no dinamismo e capaz de ser competitiva, no atual contexto de globalização” (*ibidem*, *ib*: p. 13).

propostas, como por exemplo: o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos, *stakeholders*, dos investidores internos (gestores e acionistas majoritários) exercerem a sua posição dominante lesando os primeiros. (La Porta *et al.*, 2000: pp. 6-10); como fazendo “parte de um processo de construção de um mundo melhor, baseado em valores partilhados, que podem produzir maior riqueza (...) terá mais impacto quando for utilizado de forma inconsciente, aceite como normal e funcionar sem se notar.” (Davies, 2006: p. 209).

No panorama português o conceito é abordado por diversos autores, que definem GS como: o “complexo das regras (legais, estatutárias, jurisprudenciais, deontológicas), instrumentos e questões respeitantes à administração e ao controlo (ou fiscalização) das sociedades” (Abreu, 2010: p. 7); como o “conjunto de regras e princípios que o órgão de gestão de uma sociedade anónima aberta deve respeitar no exercício da respectiva atividade; e que se caracteriza por incluir regras que visam tornar transparente a administração da sociedade, definir a responsabilidade dos respectivos membros e assegurar que na composição da administração se refletem, tanto quanto possível, as diversas tendências acionistas” (Cunha, 2010: p. 170).

Por fim, embora não tenhamos esgotado as definições propostas pelos mais diversos autores, tendo pretendido, apenas, apresentar uma visão geral que nos parecesse inclusiva de várias acepções, para Bruno Lehmann um sistema de GS ideal seria aquele que conduzisse os gestores a usarem a sua discricionariedade para gerir a empresa no interesse dos acionistas (Lehman, 2001: p. 34).

Nas definições abordadas convém não olvidar que grande parte das delas vincula uma visão contratualista das sociedades, incorporando o modelo *shareholder* que vigora principalmente nos EUA e no Reino Unido. Uma visão mais abrangente de CG dentro da linha institucionalista deve, também, ter em consideração todos os outros interessados na sociedade, que com ela têm algum tipo de relação e cujos atos de gestão de alguma forma os afecta: os credores, fornecedores, trabalhadores, clientes e a comunidade em geral, dando origem ao modelo *stakeholders*, preponderante na Europa Continental.

Nesta linha de pensamento, para Sir Adrian Cadbury, citado por Hopkins, CG “preocupa-se em obter um equilíbrio entre os objectivos económicos e sociais e entre os objectivos individuais e da sociedade. A matriz da *corporate governance* existe para

encorajar o uso eficiente de recursos e igualmente para exigir a responsabilização pelo modo como esses recursos são usados. O objectivo é alinhar o mais próximo possível os interesses dos indivíduos, das corporações e da sociedade” (Hopkins, 2007: p. 33).

No que concerne às definições propostas por instituições temos a OCDE a definir GS como uma “componente fulcral na melhoria da eficiência e do crescimento económicos, bem como no reforço da confiança do investidor. Envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus acionistas e outros sujeitos com interesses relevantes” (OCDE, 2004: p. 11)⁸ e a CMVM a definir como um “sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direcção e do controlo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado” (CMVM, 1999)⁹.

Fica demonstrado que são várias as definições existentes de GS e diferentes as perspectivas do que é suposto compor um modelo de GS, aliás, a própria OCDE salienta esta diversidade de posições sobre o tema no preâmbulo dos seus princípios sobre o GS ao afirmar que “não existe um modelo único de bom governo das sociedades” (OCDE, 2004: p. 13).

Resultando que a visão de GS provém das características da estrutura de propriedade, do sistema financeiro, do desenvolvimento do mercado de capitais e da legislação que regula cada economia, estando, assim, intimamente ligada ao ambiente em que estão inseridas as sociedades.

Historicamente, o Relatório Treadway (1987) nos EUA, o Relatório Macdonald (1988) no Canadá, o Relatório COSO (1992) nos EUA foram as pedras basilares do desenvolvimento do CG. Após os dois relatórios americanos, surgiu em 1992 em Inglaterra o Relatório Cadbury que definiu, pela primeira vez na Europa, o conceito de CG como “o sistema pelo qual as organizações eram dirigidas e controladas, sendo o Conselho de Administração o responsável pelo exercício dessa função.” (Santos, 2009: p. 55) e mais tarde o Relatório Hampel em 1998 que veio enriquecer o Relatório Cadbury acrescentando medidas mais duras no que diz respeito ao controlo interno das

⁸ Consultado em <http://www.oecd.org/daf/ca/2014-review-oecd-corporate-governance-principles.htm>.

⁹ Consultado em http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/C%C3%B3digo%20do%20Governo%20das%20Sociedades/AnexoGovSoc/Pages/99_indice.aspx.

sociedades¹⁰. Também o Banco Mundial em 1999 realizou um programa global de CG e constituiu com a OCDE o Global Corporate Governance Forum (GCGF).

O ano de 1999 tornou-se ponto nodal no desenvolvimento do conceito existindo, antes de 1998, dez códigos nos países da União Europeia e, após, 2002 surgiram mais vinte e cinco (Abreu, 2010: p. 12). Este interesse pelo tema deveu-se muito aos princípios da OCDE aprovados em 1999 (entretanto revistos em 2004 e revistos novamente em 2014-2015, estando neste momento em fase de ultimização. Estes princípios dividem-se em seis pontos:

1. Assegurar a base para um enquadramento eficaz do GS;
2. Os direitos dos acionistas e funções fundamentais do seu exercício;
3. O tratamento equitativo dos acionistas;
4. O papel de outros sujeitos com interesses relevantes no GS;
5. Divulgação de informação e transparência;
6. As responsabilidades do órgão de administração.

Em Abril de 2002, a UE lançou recomendações para a modernização do direito europeu das sociedades onde constavam normas de GS, tendo resultado, destas recomendações, o Relatório Winter II. Em Julho de 2002, após os escândalos financeiros americanos, o Congresso Americano aprovou a Lei Sarbanes-Oxley como uma tentativa para acabar com a manipulação de informação financeira.

Em Portugal o tema começou a ser desenvolvido em 1999 com as recomendações da CMVM. Estas recomendações consistiam num conjunto de regras de conduta que deviam ser seguidas pelas sociedades que negociam em mercado regulamentado (embora pudessem ser utilizadas por outras sociedades). Estas recomendações foram sofrendo, ao longo do tempo, revisões, sendo que em 2001 foi implementado o princípio *comply or explain*¹¹ e sido revistas, de novo, em 2003, em 2005 e em 2007, quando as recomendações passam a designar-se por “Código do Governo das Sociedades da CMVM”. Em 2010 torna-se obrigatório a adopção por parte das empresas de um código de GS divulgado pela CMVM ou instituição equivalente e em

¹⁰ Para mais desenvolvimento sobre iniciativas de CG em cinco países diferentes, consultar Charkham, 2005.

¹¹ Em relação a este princípio: “a natureza recomendatória e a utilização do modelo *comply or explain* condiz (...) com a abordagem comunitária revelada na Diretiva 2006/46/CE, que obriga as sociedades cotadas a informar-se, nos termos da legislação nacional, divergir do código de governo respectivo, quais as partes do código de governação de que diverge e as razões da divergência” (Santos, 2011: p. 27-28).

2013 é concebida uma maior liberdade na escolha do código adoptado, desde que seja emitido por uma entidade creditada e devidamente justificado¹².

Também de extrema importância para o desenvolvimento do tema em Portugal foi o contributo de *soft law* (regras que não são juridicamente obrigatórias) dado pelo Instituto Português de *Corporate Governance* onde se destaca o seu Código de Governo das Sociedades¹³.

É, em nossa visão, a concepção defendida por vários autores, nomeadamente pelo Sir Adrian Cadbury, caracterizando o objectivo do *CG* como o de alinhar os interesses de todos os envolvidos com as sociedades, a definição que poderá ser mais útil ao mercado nacional.

4.2. Modelos de *Corporate Governance*

O tema *CG* ao assumir diversas naturezas, por todo o mundo, começa por ser regulado por relatórios nos EUA surgindo, posteriormente, recomendações e códigos de governo em vários ordenamentos. De um lado existem leis e regulamentos em sentido formal, do outro existem recomendações e regras de boa conduta, onde se inserem os códigos de GS, originando, tradicionalmente, dois modelos de GS: o modelo continental (sistema baseado nas relações) e o modelo anglo-saxónico (sistema de controlo pelo mercado). O primeiro é comum nos países da Europa e no Japão e o segundo nos EUA e em Inglaterra.

O GS nos países de modelo continental (*civil law*) é um sistema baseado na importância das instituições financeiras e da força laboral. As empresas são controladas por famílias, financiam-se na banca, e o mercado de capitais não é muito desenvolvido nem líquido. Pelo contrário, o governo de modelo anglo-saxónico (*common law*) assenta num mercado muito disperso e com elevada liquidez. As empresas financiam-se no mercado, sendo o financiamento da banca apenas um recurso suplementar, cabendo aos IIs um importante papel nesse financiamento (Santos, 2009: p. 48).

O ordenamento português caracteriza-se por ter leis societárias e mobiliárias e um conjunto de recomendações aprovadas pela CMVM. As empresas, não obstante a lei,

¹² Consultado em <http://www.cmvm.pt/cmvm/recomendacao/recomendacoes/Pages/default.aspx>.

¹³ Consultado em http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/codigo_de_governo_das_sociedades_do_ipcg.pdf.

têm todo o interesse em cumprir as recomendações da CMVM. Prova disso são os Relatórios Anuais sobre o GS¹⁴ publicados pela entidade de supervisão e os Relatórios sobre o Grau de Acolhimento Recomendações, Índice e *Rating* de Governo Societário¹⁵ realizados pela UCP juntamente com a AEM desde 2010. Analisando este último relatório podemos afirmar que o grau de acolhimento das recomendações da CMVM é maior entre as empresas que compõem o PSI20, posicionando-se a maioria, entre o nível A e AAA (UCP e AEM, 2014: pp. 50-51).

Acrescentando complexidade ao problema está o papel do gestor em que antigamente era pedido que maximizasse o valor da empresa e agora implica outras dimensões. Os bons gestores sabem que uma empresa é uma realidade complexa que engloba vários patamares, e que para chegar ao lucro é necessário prestar um serviço eficiente, tendo de pensar globalmente e munir-se de potentes estratégias de gestão para atender aos interesses dos acionistas e de uma comunidade de *stakeholders*¹⁶.

Boas práticas de GS¹⁷ conduzem a mais transparência e a uma maior confiança do mercado nas empresas, traduzindo-se em mais investimento. As regras de CG¹⁸ visam a proteção dos investidores e isso é fulcral para sustentar um modelo económico de mercado, assente na propriedade privada e no funcionamento do mercado de capitais (Alves, 2007: p. 185).

¹⁴ Consultado em <http://www.cmvm.pt/cmvm/estudos/em%20arquivo/Pages/default.aspx>.

¹⁵ A última versão consultada em http://www.emitentes.pt/news_hpslidercontent.php?nid=630.

¹⁶ Sobre os deveres de conduta dos administradores, consultar Costa, 2011: p. 57-187.

¹⁷ Cabe mencionar que pelo estudo e investigação em CG, Elinor Ostrom e Oliver E. Williamson receberam o prémio Nobel da economia em 2009, consultado em http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2009/.

¹⁸ Sobre uma reflexo do tema CG nos tempos futuros, consultar Câmara, 2014: pp. 145-165.

5. Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades

Entramos agora no tema central focando nos diversos casos de fraudes financeiras¹⁹ que ocorreram nos EUA, tendo a Enron como o caso paradigmático de fraude nos EUA. Não sendo caso único, permitimo-nos a apresentar uma série de casos de relevo internacional: a WorldCom²⁰, fundada em 1983 tornou-se a segunda maior empresa de telecomunicações dos EUA, onde foram descobertos 3,3 mil milhões de dólares de despesas que estavam a ser contabilizadas como lucros, a crescer aos já, previamente, conhecidos 3,8 mil milhões de perdas contabilizadas como despesas de investimento; na Tyco²¹, o diretor financeiro, Mark Swartz, o diretor executivo, Dennis Koslowski e o ex-conselheiro geral, Mark Belnick foram acusados de se terem apropriado de dinheiro da empresa e acusados de corromperem a organização com subornos e benefícios a vários membros da administração com a soma a atingir os 600 milhões de dólares; a Adelphia Communications²² onde o diretor e fundador da empresa, John Rigas e o seu filho, Timothy Rigas, foram condenados por fraude, causando prejuízos avaliados em 2,3 mil milhões de dólares aos seus investidores e a Xerox²³ que admitiu ter aumentado as suas receitas em quase 2 mil milhões de dólares no período entre 1997 e 2002. Na Europa, a Parmalat é o caso mais mencionado como exemplo de fraude, mas também a Ahold²⁴, que a 24 de Fevereiro de 2003 revelou ter sobrestimado os seus lucros em 500 milhões de dólares entre 2001 e 2002, provocando uma queda imediata do preço das ações em 63%; na Skandia²⁵ os gestores de topo foram acusados de fraude, depois da descoberta de terem recebido um bónus superior em 40%, 55 milhões de dólares, ao permitido pelo conselho da empresa, entre 2000 e 2002, o que levou à demissão de Bengt Braun, diretor da empresa, e a outros dois executivos de topo envolvidos no escândalo, e provocou uma queda do valor da empresa de ordem dos 88%.

A nível nacional, muitos escândalos têm vindo a público, corroborando a preocupação com as soluções criadas para fiscalizar as sociedades. Até ao final de 2012 o Estado

¹⁹ Sobre vários escândalos financeiros que ocorreram por todo o mundo, consultar Rego *et al.*, 2007: pp. 445-471.

²⁰ Consultado em <http://www.theguardian.com/business/2002/aug/09/corporatefraud.worldcom2>.

²¹ Consultado em <http://www.nytimes.com/2002/09/13/business/2-top-tyco-executives-charged-with-600-million-fraud-scheme.html>.

²² Consultado em http://www.nbcnews.com/id/5396406/ns/business-corporate_scandals/t/adelphia-founder-john-rigas-found-guilty/#.VWxPh89Viko.

²³ Consultado em <http://www.theguardian.com/business/2002/jun/29/2>.

²⁴ Consultado em <http://www.economist.com/node/1610552>.

²⁵ Consultado em <http://www.economist.com/node/2273049>.

contabilizou perdas de 3,4 mil milhões de euros com o Banco Português de Negócios (BPN)²⁶ e o Banco Privado Português (BPP)²⁷ chegou, inclusive, a ser comparado ao caso Madoff. O Banco Comercial Português (BCP), suspeito de ter subtraído ao Estado uma grande quantidade de dinheiro em lucros não declarados e, mais recentemente, o Banco Espírito Santo (BES)²⁸, onde Ricardo Salgado, presidente do BES, está no meio de um dos maiores escândalos financeiros em Portugal, por, alegadas, ilegalidades de gestão. O Estado Português, através do fundo de resolução, terá injetado 4,9 mil milhões de euros para viabilizar a solução “Novo Banco”.

Novos e mais eficazes modelos de CG são apontados como soluções para evitar mais escândalos por notória ineficácia dos mecanismos de governo e controlo. A OCDE no seu preâmbulo destaca a importância de mecanismos eficazes, “A presença de um sistema eficaz (...) tanto em cada empresa como na economia considerada como um todo, contribui para alcançar o grau de confiança necessário ao funcionamento adequado de uma economia de mercado.” (OCDE, 2004: p. 11), destacando, nos seus princípios, uma série de áreas dignas de anotações que pretendem constituir pontos de referência ao governo dos Estados - Membros. A CMVM no Código de Governo enumera uma série de diretrizes a serem seguidas pelas sociedades que o decidirem adoptar, a saber:

1. Votação e controlo da sociedade;
2. Supervisão, administração e fiscalização;
3. Remunerações;
4. Auditoria;
5. Conflitos de interesses e transações com partes relacionadas;
6. Informação.

Estando o ativismo dos IIs no controlo do GS, como uma das medidas apontadas.

5.1. Conceito de Investidor Institucional

Como já foi referido, as SAs são centro de vários problemas de agência, não tendo os pequenos acionistas, em regra, condições económicas, nem formação para exercer os

²⁶ Consultado em <http://www.dn.pt/Inicio/Tag.aspx?tag=Esc%E2ndalo%20BPN>.

²⁷ Consultado em http://www.jn.pt/PaginaInicial/Economia/Interior.aspx?content_id=1209375.

²⁸ Consultado em http://www.sabado.pt/dinheiro/detalhe/escandalo_bes_os_segredos_da_teia_dos_espirito_santo.html e <http://observador.pt/2015/04/29/as-17-principais-conclusoes-do-inquerito-ao-bes/>.

seus direitos de forma eficiente. Assim, apela-se a que os IIs tomem uma posição mais ativa no GS, contrariando o velho adágio de Wall Street “ se não gosta da gestão, vende; se não vende apoie a gestão”, aquilo que a International Organization of Securities Commissions (IOSCO) designa por “responsabilidades de investimentos colectivos de accionistas” (Alves, 2005: p. 16).

Há que clarificar o conceito de II para podermos analisar esta medida de forma consciente. O CVM não define investidor, assim, optamos por definir como “investidores os titulares potenciais ou efetivos de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros” (Câmara, 2011: p. 221).

Temos, desde logo, de distinguir IIs e não institucionais. Aos IIs, o CVM chama de investidores qualificados e enumera-os no seu art. 30º. São, assim, investidores qualificados as: instituições de crédito; empresas de investimento; empresas de seguros; instituições de investimento colectivo e respectivas sociedades gestoras; os fundos de pensões e respectivas sociedades gestoras; instituições financeiras que estejam autorizadas ou reguladas; instituições financeiras de Estados que não sejam membros da UE que exerçam atividades como as atrás assinaladas; entidades que negociem em instrumentos financeiros sobre mercadorias e governos de âmbito nacional e regional, bancos centrais e organismos públicos que administram a dívida pública e instituições supranacionais ou internacionais, designadamente o Banco Central Europeu, o Banco de Investimento, o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial. Mais investidores podem ser considerados qualificados pela lei, para determinados efeitos (art. 30º nr.º2, 3, 4; 110º - A CVM). Para o tema em análise, a noção de II que nos importa são as instituições financeiras profissionais que concorrem entre si na captação de dinheiro, fazem a gestão desse património e sua aplicação no mercado de capitais e possuem carteiras suficientemente relevantes de modo a deterem grandes blocos de ações sem haver o perigo de terem de alienar essas posições por eventuais choques de liquidez, para que possam, caso queiram, ter um papel ativo nas sociedades em que participam (Alves, 2000: p. 12).

5.2. Investidores Institucionais no Governo das Sociedades

Clarificado o conceito de II, cumpre fazer uma análise do que a doutrina pensa sobre esta medida. A partir de meados dos anos oitenta uma percentagem significativa do capital das sociedades passou a estar nas mãos de IIs, entre os quais se destacam os

fundos de investimento mobiliário, os fundos de pensões, as instituições de crédito, as empresas seguradoras e as empresas de investimento (Antunes, 2009: p. 44), aparecendo o ativismo dos IIs como uma solução para minimizar os custos de agência e de salvaguardar os direitos dos acionistas.

Os IIs apontam o tema do *CG* como de extrema importância, Segundo um estudo da McKinsey & Company (2002) 50% dos IIs na América do Norte, 45% na Europa de Leste e África e 41% na Europa Ocidental atribuem tanta importância ao *CG* como à *performance* financeira de uma empresa e estão dispostos a pagar um prémio pela adoção de boas práticas. Quanto à Europa Ocidental, na qual Portugal se insere, é de notar que 44% dos investidores atribuem menor importância ao *CG* do que à *performance* financeira, sendo este o valor mais elevado registado nas diferentes regiões (América do Norte, Europa de Leste/África, Ásia, América do Sul e Europa Ocidental) (McKinsey & Company, 2002: p. 11).

Teixeira dos Santos destaca este interesse dos IIs por uma política ativa de *CG* por parte das empresas cotadas, apontando que entre 200 IIs inquiridos 75% afirmaram que na avaliação de um investimento, a *performance* da administração é tão importante como os indicadores financeiros apresentados. Os investidores afirmaram que estavam dispostos a pagar um prémio por ações de uma empresa com boas políticas de *CG*, sendo esse prémio nos EUA e Reino Unido de 18%, em Itália de 22%, na Indonésia e Colômbia de 27% e na Venezuela de 28% (Santos, 2000: pp. 12-13).

Vários IIs estrangeiros criaram códigos de *GS* para serem seguidos pelas empresas participadas. Um dos mais importantes fundos de pensão americanos, a California Public Employee's Retirement System (CALPERS) preparou um documento com regras e princípios de bom governo, os *Global Principles of Accountable Corporate Governance*²⁹. Na mesma linha, a Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund (TIAA – CREFT) publica um documento com as diretrizes sobre *corporate governance*, denominado *Policy Statement on Corporate Governance*³⁰.

²⁹ Consultado em <http://www.calpers-governance.org/docs-sof/principles/2014-05-calpers-global-principles-accountable-corp-gov.pdf>.

³⁰ Consultado em https://www.tiaa-cref.org/public/pdf/pubs/pdf/governance_policy.pdf.

Sendo os problemas de agência o factor a resolver pelas políticas de governação, alguns autores apontam que a solução passa por um maior ativismo por parte dos acionistas em defesa dos seus próprios interesses, Jensen e Mecking (Jensen e Mecking, 1976: pp. 26-32), na construção de um modelo da estrutura acionista, e Fama e Jensen (Fama e Jensen, 1983: p. 330) num artigo com particular incidência nos fundos de investimento, afirmam que a participação dos acionistas na gestão da empresa diminui a assimetria de informação e, como tal, os problemas de agência. O ativismo dos IIs insere-se nesta linha de atuação, ou seja, os proprietários influenciam a gestão da empresa, seja por apresentação de propostas em assembleia geral, seja por negociação com os administradores, embora os resultados de curto prazo, da aprovação das propostas, não encontre evidências empíricas de benefício direto (Gillan e Starks, 2000: pp. 298-303). Assim, espera-se que os IIs atuem diligentemente nas empresas em que participam, exercendo o direito de voto nas assembleias gerais, exercendo pressão pública ou *off record* para modificar as estruturas e as práticas de CG dessas sociedades (Alves, 2005: p. 16).

O relatório Cadbury³¹ (Cadbury, 1992: p. 40) e Hampel³² (Hampel, 1998: p. 57) apelam a um maior ativismo por parte destes investidores, uma vez que possuem grandes blocos de ações, fazendo com que tenham um importante papel no mercado de capitais e estejam numa posição privilegiada para controlar e fiscalizar as sociedades em que participam.

Agrawal e Mandelker, corroboram a ideia proposta por Shleifer e Vishny (1986) de que a presença de grandes proprietários permite uma maior fiscalização e melhoria do desempenho da empresa, em contraponto a só exercerem os seus direitos de voto de forma passiva, implicando, assim, os IIs (Agrawal e Mandelker, 1990: pp. 151-166). Porter encoraja os IIs a aumentarem os seus blocos de ações nas empresas, a reduzir a venda de ações em mercados secundários, a ter uma visão de resultados a longo prazo em detrimento da visão de curto-prazo e a acabar com a sua posição tendo em vista ganhos de *trading* e Friedman pensa que o aumento de IIs no mercado de capitais criou as circunstâncias necessárias para o aumento do controlo dos investimentos e a redução da independência dos gestores (Alves, 2005: p. 52).

³¹ Consultado em <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

³² Consultado em <http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel.pdf>.

Ao analisar o comportamento dos fundos de pensões, Guercio e Hawkins (Guercio e Hawkins, 1999: pp. 335-336), assim, como Hartzell e Starks (Hartzell e Starks, 2003: pp. 2368-2371) ao analisar o intervencionismo institucional, constataram que a intervenção no GS por IIs diminui os problemas de agência e que a intervenção destes investidores é no sentido de aumentar o valor e a performance da empresa, sendo o único objectivo dos investidores a maximização do seu investimento.

No que concerne às instituições bancárias, Prowse (Prowse, 1990: pp. 44-46 e 61-63) encontra evidências que o ativismo institucional é positivo para as empresas quando os seus investidores, em simultâneo, não lhes concederam crédito. No mesmo sentido Damanpour e Chaganti (Damanpour e Chaganti, 1991: pp. 482-489) verificam um efeito positivo na empresa proveniente do controlo exercido pelos IIs com a ressalva de que se estes detiverem interesses de outra natureza na empresa, seja por estarem diretamente envolvidos na gestão, seja por estarmos perante grupos familiares, os resultados são contraditórios.

Zahra (Zahra, 1996: pp. 1738-1749) verifica que a presença a longo prazo de IIs na estrutura acionista das empresas estimula estratégias de inovação e a assunção de riscos operacionais, efeitos que são eliminados caso os investidores sejam de curto prazo.

A UE na sua comunicação “Modernizar o direito das sociedades e reforçar o GS na União Europeia – Uma estratégia para o futuro”³³, apela, também, ao intervencionismo dos IIs. No seu documento consta o seguinte: “os investidores institucionais devem ser obrigados a: a) divulgarem a sua política de investimento e a sua política em matéria de exercício dos direitos de voto nas empresas em que investem; b) divulgarem, mediante pedido, aos participantes nos respectivos fundos a forma como estes direitos foram utilizados num caso específico” (UE, 2003: p. 14). Estes requisitos têm como função melhorar o governo interno dos próprios IIs bem como reforçar a sua participação nas atividades das empresas em que investem, pedindo-se que exerçam os seus direitos de voto de forma cautelosa, visto não se considerar desejável que estes votem sistematicamente e sem consciência por razões de falta de tempo ou de recursos. A UE alerta, ainda, para a necessidade de modificação da lei referente ao regime destes investidores e para a necessidade de se solucionar os problemas relacionados com a

³³ Consultado em <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2003/PT/1-2003-284-PT-F1-1.Pdf>.

votação transfronteiras³⁴ de modo a promover-se um papel mais ativo destes nas empresas em que participam. Para os que apoiam esta solução, os IIs pela sua dimensão e vocação têm competências privilegiadas para contribuir para o bom funcionamento e credibilidade do mercado de capitais.

Por outro lado, alguns autores têm questionado a vocação, a motivação, a capacidade e a eficácia destes investidores para desempenharem um papel ativo nas sociedades, Murphy e van Nuys, Short e Keasey são alguns exemplos (Alves, 2005: p. 17). São apontados vários efeitos nefastos do intervencionismo dos IIs, como: a constatação que a concentração institucional (bancos) tem efeitos negativos na performance da empresa, pois existe expropriação de riqueza e poder de influência exercido em sentido contrário aos interesses dos restantes acionistas (Rajan, 1992: pp. 1367-1370); correlações pouco relevantes entre ativismo e o valor da empresa, com ganhos de eficiência por redução do número de propostas feitas pelos IIs (Romano, 2001: pp. 187-219); práticas de apropriação de valor por parte dos gestores das empresas como consequência do intervencionismo (Becht *et al.*, 2002: pp. 38-65); ausência de melhorias de longo prazo do valor das ações (Wahal, 1996: pp. 18-19); sentidos de voto alinhados com os acionistas maioritários e novos problemas de agência pela introdução de propostas à assembleia geral (Hamdani e Yafeh, 2013: p. 709).

No que concerne a mercados específicos, alguns autores apontam que: no Reino Unido não há qualquer relação significativa entre o intervencionismo dos IIs e o valor das empresas inglesas ao longo do tempo, sugerindo que a gestão das empresas tem relações muito próximas com os IIs permanecendo nos postos mesmo quando existem mudanças significativas de propriedade (Frank *et al.*, 2009: pp. 4046-4047), o que nos leva a considerar que a defesa dos investidores minoritários, em particular anónimos, não se encontra assegurada; a comparação entre os mercados Alemão e Japonês (dominados pela presença dos bancos) em contraponto com os do Reino Unido e EUA (onde as instituições bancárias não podem ter concedido crédito às empresas onde assumem posições institucionais) e centrando no mercado Indiano, uma mistura dos dois modelos, não encontram evidências que os ativismo dos IIs traga benefícios para os restantes *stakeholders* no que concerne aos mercados dominados pelo ativismo das sociedades

³⁴ Sobre esta necessidade consultar a Directiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, consultada em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:32007L0036>.

bancárias, no qual se insere Portugal, ou nos mercados mistos, Índia (Sarkar e Sarkar, 2000: pp. 175-189).

A própria IOSCO refere que a intervenção dos IIs coloca problemas de regulação, dado o conflito de interesses que existe entre os beneficiários finais e os intermediários financeiros no que concerne ao uso do direito de voto associado às participações duradouras dos instrumentos de investimento colectivo (Alves, 2005: p. 390).

Do nosso ponto de vista, torna-se claro que o sucesso do intervencionismo deste tipo de investidores varia em relação às características do mercado em que a empresa está inserida e ao tipo de II em causa (características de organização, política de dividendos, estrutura de capital e taxa de crescimento) que tem de estar disposto a manter as suas posições durante um longo período de tempo.

5.3. A realidade portuguesa

A doutrina portuguesa, também, não ignora o papel dos IIs no GS. Assim, Alves aponta uma série de obstáculos ao intervencionismo dos IIs: a vocação, ou seja, a dificuldade de conciliar o papel de acionistas comprometidos com o futuro da sociedade e de investidores com obrigação de maximizar os seus investimentos; a motivação, o II pode deparar-se com oportunistas, desmotivando eventuais atuações individualizadas por parte deste; a intervenção destes investidores implica custos que terão de ser suportados pelos participantes no fundo, e o benefício não é exclusivo; é necessária uma relação duradoura destes investidores nas sociedades, o que pode implicar o sacrifício de oportunidades de desinvestimento, custos de não diversificação e eventuais custos de liquidez, para além de exigirem custos de informação e de acompanhamento superiores aos suportados quando a participação é circunstancial; os próprios beneficiários dos fundos encaram a detenção de ações como um investimento de curto prazo; as responsabilidades legais e fiduciárias em que possam incorrer e as limitações legais à intervenção ativa destes investidores no GS; a tomada de posições públicas para além de comprometerem a empresa podem despoletar uma descida do preço das ações e conduzir a prejuízos que não se verificavam com um desinvestimento silencioso. O autor refere, também, os problemas de agência³⁵ que possam existir no seio dos próprios IIs e questiona a capacidade (deter participações suficientemente grandes que lhes

³⁵ Sobre a relação de agência entre os IIs e gestores de activos, consultar http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_pt.pdf, pp.14-15.

permitam ter uma voz ativa e as competências suficientes para analisar decisões de investimento) destes para terem um papel ativo nas sociedades (Alves, 2005: p. 54-65). O autor plasma a seguinte questão, colocada por Cuervo: “podem agentes vigiar outros agentes?” (*ibidem, ib*: p. 54). O mesmo autor salienta a importância do controlo e fiscalização por parte dos acionistas aos gestores, referindo que todos os acionistas têm responsabilidades nesta matéria embora existam muitos apelos para que sejam os IIs a terem um comportamento mais ativo (Alves, 2007: p. 189).

Outros autores apelam a uma conduta ativa dos IIs uma vez que são “accionistas titulares de participações significativas e dotados de sofisticação organizativa e financeira suficiente para exercer activamente os seus direitos, não faltou quem visse neles um novo protótipo de accionista, capaz de se comportar como um verdadeiro “proprietário” da empresa societária, envolvendo-se activamente na vida desta, controlando a eficiência da respectiva gestão, assegurando a maximização do valor empresarial de longo prazo, e afastando equipas dirigentes incompetentes” (Antunes, 2009: p. 44), considerando, no entanto, este apelo exagerado pois na maioria dos casos os IIs demonstram uma postura passiva. Por outro lado, o mesmo autor, afirma que os *hedge funds*, “estruturas organizativas de investimento colectivo legalmente atípicas, que recorrem a conjunto muito diversificado de estratégias de investimento com um objectivo de retorno absoluto, num quadro de grande liberdade regulatória” (*ibidem, ib*: p. 14), são IIs ativos ficando isso a dever-se ao facto dos seus fundamentos estruturais e estratégicos divergirem dos restantes IIs ditos “normais”. João Sousa Gião refere que “o consenso generalizado antes registado em torno da intervenção dos investidores institucionais no contexto do Governo das Sociedades tem sido ultimamente mitigado. De facto, se antes o ativismo dos investidores institucionais era visto, a partir do paradigma inglês, como benéfico para o controlo do poder discricionário dos administradores, atualmente preocupam os perigos do excesso de ativismo, particularmente, quando esse ativismo é viabilizado por instrumentos diferentes da simples detenção de participações qualificadas.” (Gião, 2010: p. 242).

Por outro lado, existem reservas no intervencionismo dos IIs uma vez que “eles não podem e/ou não querem envolver-se decisivamente na administração e controlo das sociedades.” (Abreu, 2010: p. 18). Para o autor os IIs preferem atuações extra-orgânicas (contactos diretos com a administração, comunicações escritas a estes dirigidas, etc.)

reservando a intervenção orgânica apenas para as assembleias gerais, exercendo o direito de voto e apresentando propostas (Abreu, 2010: p. 19).

Contudo, o crescente envolvimento dos IIs é uma realidade, uma vez que são detentores de grandes blocos de ações que não podem vender colectivamente quando estão insatisfeitos com os resultados de uma empresa, o que levou George Siemens do Deutsche Bank, citado por Lehman, a dizer “se não podes vender, tens de começar a preocupar-te pelo teu investimento na empresa” (Lehman, 2001: p. 39). O autor considera que o mercado português está a ser invadido por IIs estrangeiros e isso não é de subvalorizar, visto que exigem boas condutas de *CG* às empresas, obrigando-as a ajustar.

Para Luís Palha da Silva, ex-vice-presidente executivo da Galp Energia, é necessário que as empresas se moldem às exigências dos IIs pois eles são essenciais nas estruturas acionistas das empresas, “num mundo em que a competição por todos os recursos – nomeadamente os financeiros – é cada vez mais feroz, é fundamental que as empresas saibam explicar a todos os potenciais investidores a forma como os seus projetos se traduzirão na criação de valor. Isso exige que tenham comunicações planeadas e dirigidas para todos os tipos de investidores (...) Tendo em conta a capacidade financeira e a estabilidade que os investidores institucionais aportam à estrutura acionista de qualquer empresa, torna-se imprescindível falar para eles”³⁶.

A CMVM em 1999 nas suas recomendações teve em consideração o carácter autónomo do papel desempenhado pelos IIs e guardou uma parte das recomendações (parte III) para abordar esse assunto. Assim, no ponto 10 consta: “os investidores institucionais devem tomar em consideração as suas responsabilidades quanto a uma utilização diligente, eficiente e crítica dos direitos inerentes aos valores mobiliários de que sejam titulares ou cuja gestão se lhes encontre confiada, nomeadamente quanto aos direitos de informação e de voto”, contribuindo essa diligência, crítica, para a *performance* da empresa. As mesmas recomendações referem no ponto 11: “os investidores institucionais devem prestar informação no tocante à prática seguida quanto ao exercício do direito de voto relativamente a valores mobiliários cuja gestão lhes esteja confiada”, podendo, assim, o mercado avaliar de forma fácil as atitudes dos IIs perante

³⁶ Consultado em http://economico.sapo.pt/noticias/uma-bolsa-vive-das-empresas-que-acolhe_195865.html.

o GS, referindo as recomendações o dever de transparência que as sociedades gestoras de fundos de investimento devem aos seus participantes.

Finalmente, em 2010 a CMVM publicou as Recomendações da CMVM sobre Incentivo à Participação em assembleia geral e Exercício do Direito de Voto dos Organismos de Investimento Colectivo³⁷, sublinhando a importância de uma conduta mais ativa por parte dos IIs, que pode constituir-se como uma função de relevo na gestão do risco dos investimentos e no controlo de assimetrias informativas prejudiciais para os acionistas e para a própria sociedade. Por outro lado, o exercício pelas entidades gestoras do direito de voto inerente às participações detidas pelos OIC³⁸ pode assumir uma influência decisiva nas sociedades participadas, contribuindo para a maximização do valor dos ativos destes organismos e, por essa via, para a prossecução do interesse dos seus participantes. No ponto 1, as recomendações referem que as entidades gestoras do OIC devem assumir as suas responsabilidades quanto ao exercício diligente, eficiente e crítico dos direitos inerentes à sua participação, designadamente, quanto ao exercício do direito de voto e a participação nas assembleias gerais. As mesmas recomendações no ponto 2 mencionam que a participação pela entidade gestora na assembleia geral das sociedades participadas bem como o exercício do direito de voto devem respeitar as estratégias definidas nos documentos constitutivos do OIC a respeito da matéria de intervenção e exercício do direito de voto e o documento que contem as diretrizes de orientação em matéria da política de exercício do direito de voto, sempre que a adopção de outras estratégias específicas em matéria do exercício do direito de voto não sejam mais vantajosas para os interesses dos participantes. Contem, também os motivos que a decisão de participar ou não nas assembleias gerais deve assentar: na relevância e natureza dos assuntos presentes na ordem de trabalho e na ponderação dos custos que implicam essa participação e nos benefícios que a mesma pode permitir obter (ponto 5) e os assuntos da ordem de trabalho mais importantes (ponto 6). Sempre que os assuntos sejam: aprovação dos documentos de prestação de contas; distribuição de dividendos; alteração dos estatutos; composição dos órgãos sociais; aumento e redução de capital; aquisição ou alienação de ações próprias; políticas de remuneração e indemnização; aquisição, fusão, cisão e transformação da sociedade; adopção, alteração ou eliminação

³⁷ Consultado em

[http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/C%C3%B3digo%20do%20Governo%20das%20Sociedades/Pages/Recomenda%C3%A7%C3%B5esdaCMVMsobreIncentivo%C3%A0Participa%C3%A7%C3%A3oemAssembleiaGeraleExerc%C3%ADciodoDireitodeVotodosOrganismosdeInvestimentoColectiv.aspx?v=.](http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/C%C3%B3digo%20do%20Governo%20das%20Sociedades/Pages/Recomenda%C3%A7%C3%B5esdaCMVMsobreIncentivo%C3%A0Participa%C3%A7%C3%A3oemAssembleiaGeraleExerc%C3%ADciodoDireitodeVotodosOrganismosdeInvestimentoColectiv.aspx?v=)

³⁸ Os OICs são regulados pelo Decreto-Lei n.º 63-A/2013 de 10 de Maio.

de medidas defensivas e transações com partes relacionadas, a ponderação da decisão de participação em assembleia geral deve ser objecto de especial cuidado e devidamente fundamentada tendo em conta o rácio custo/benefício que essa participação pode acarretar. No ponto 7, faz-se menção aos potenciais benefícios que devem ser tidos em conta, indicando na alínea d) como potencial benefício: o reforço das boas práticas de governo societário nas sociedades participadas e consequente possível aumento do valor da participação do OIC. No ponto 8 menciona os custos de participação que devem ser ponderados e no ponto 9 refere como a participação nas assembleias gerais deve ser realizada. Para além da simples presença e voto, os OICs devem apresentar propostas de deliberação sempre que seja possível e represente um meio adequado para defender o interesse dos representados. O ponto 11 incentiva as entidades gestoras a instituir mecanismos que permitam a diminuição dos custos, designadamente, referentes à obtenção de informação e monitorização das sociedades em que participam, promovendo, deste modo, o ativismo acionista.

É notório que são vários os autores portugueses que encaram o ativismo dos IIs com bastante incerteza, contudo somos da opinião que é necessário, num mercado como o nosso, que pretende captar investimentos, as empresas terem, pelo menos, em consideração estes investidores e as suas necessidades, ou seja, uma boa *governance*.

5.4. Os Investidores Institucionais no Governo das Sociedades que constituem o PSI20

A realidade financeira portuguesa recente demonstra bem as falhas do mercado. Vários bancos³⁹ faliram, vários acionistas e outros intervenientes ficaram sem o seu capital financeiro e impedidos de o reaver. É necessário pensar em novas medidas para acautelar estes efeitos no futuro.

As sociedades comerciais, designadamente, as sociedades cotadas, devem ser capazes de responder às expectativas depositadas pelos investidores. A sua gestão não pode ser realizada em benefício de interesses individuais ou de interesses de determinados acionistas, tem de ser feita em consonância com os interesses de todos os *stakeholders*. O presente trabalho insere-se nesta problemática e tem por base o estudo de uma das medidas apontadas para minimizar os problemas de agência e como solução para a expropriação dos pequenos acionistas pelos maioritários, o envolvimento dos IIs no GS.

³⁹ Sobre a necessidade de novas regras de GS bancárias, consultar Santos, 2012.

Portugal em nada se assemelha ao mercado de referência, e onde estas medidas se encontra mais estudadas, os EUA. O mercado português é muito menos desenvolvido e pulverizado do que os grandes mercados de capitais, contudo, veio-se a denotar, e com clara evidência, a elevada percentagem de IIs presentes nas sociedades.

Em 1996, Sampaio e Mello afirmava que 20 a 25% do mercado de capitais era constituído por IIs estrangeiros (Mello, 1996: p. 184). Em 2011, Hugo Moredo Santos afirma que os fundos de investimento, as seguradoras e os fundos de pensões têm vindo a ocupar o lugar de acionistas de referência de grandes empresas, perdendo, assim, terreno, a ideia que estes investidores não são ativos enquanto acionistas (Santos, 2011: p. 375). Em 2012 a CMVM no seu último Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas⁴⁰ refere que houve um reforço de investidores qualificados na estrutura acionista das empresas (CMVM, 2012: p. 6). Também, Esperança *et al.* refere que o peso dos ativos financeiros detidos por IIs em Portugal cresceu de 17% para 72% com os fundos de reforma a assumirem o papel mais relevante, seguidos das seguradoras e dos fundos de investimento, tendo-se assistido a um maior ativismo por parte destes investidores “no sentido de forçar a concretização de determinadas mudanças no seio empresarial, sobretudo no que diz respeito a questões relacionadas com o governo societário” (Esperança *et al.*, 2011: p. 56).

Os OICs são os IIs com mais participações qualificadas nas empresas portuguesas cotadas, sendo os fundos de investimento mobiliário os mais relevantes (Almeida, 2013: p. 141), Luís Laginha de Sousa refere, presidente do NYSE Euronext Lisbon, que a partir de 2013 deu-se o regresso dos IIs estrangeiros que tinham reduzido a sua posição no mercado, nunca deixando de ter uma posição de relevo⁴¹.

Para Paulo Câmara a entrada de IIs no capital das empresas é uma realidade cada vez mais comum, e constituí uma alavancagem para os temas de CG. Em consonância, Pedro Rocha, *partner* da Heidrick & Struggles, refere que “não podemos acomodar accionistas internacionais, não podemos pensar em internacionalizar as nossas empresas, não podemos ter empresas sustentáveis se as regras do jogo não forem claras

⁴⁰ Consultado em <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20140327.aspx>.

⁴¹ Consultado em http://economico.sapo.pt/noticias/o-desafio-e-trazer-mais-empresas-para-bolsa_194853.html.

e transparentes. Não vamos sobreviver”⁴². Os relatórios sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações Índice e *Rating* de Governo Societário realizados pela UCP e AEM verificam que mais de 50% do investimento realizado no mercado regulamentado português é proveniente do estrangeiro (UCP e AEM, 2014: p. 1). O Jornal de Negócios numa reportagem recente dá destaque à forte presença de IIs no mercado português, referindo na reportagem que perto de um quarto (23,19%) das sociedades do PSI 20 estão nas mãos de fundos internacionais, desde finais de 2013. Dos mais de 160 fundos estrangeiros presentes, a BlackRock, o Capital Group e a Oppidum são as que detêm participações mais valiosas. A EDP e a Galp Energia são os alvos de maior investimento estrangeiro e os CTT tem a maior percentagem de estrutura acionista detida por fundos estrangeiros (mais de 62% do capital social) (Jornal de Negócios, 2015: pp. 22-23).

Embora existam opiniões divergentes, sobre o intervencionismo dos IIs, com vários autores a afirmarem-no positivo para a empresa e seus *stakeholders*, outros a indicar que este intervencionismo não beneficia em nada a *performance* da empresa, não cumprindo, assim, o seu principal objectivo, e outros, ainda, a não encontrar correlações entre intervencionismo e *performance*, propusemo-nos a demonstrar os impactos desta medida e a probabilidade de ser adoptada no mercado português. Para isso, e por falta de bibliografia sobre o tema, realizamos dois inquéritos (em anexo), um enviado às empresas do PSI20 e outro enviado para os membros da APFIPP, a entidade mais representativa dos IIs portugueses.

Pretendíamos ter como base do nosso estudo, empresas e IIs portugueses, uma vez, que queríamos analisar o tema à luz da realidade nacional, deste modo, a nossa amostra é constituída pelas empresas do PSI20 e portanto o universo de empresas de referência cotadas no mercado regulamentado português. Na impossibilidade de poder questionar todas as SAs abertas portuguesas, consideramos que ao analisar as empresas presentes no PSI20 teremos os dados das empresas mais relevantes para Portugal, com medidas de *CG* mais desenvolvidas e com maior número de IIs, quer residentes, quer não residentes. A nossa amostra, no que concerne aos IIs, são as sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário da APFIPP. A APFIPP tem 42 associadas com sede

⁴² Consultado em http://economico.sapo.pt/noticias/os-5-caminhos-para-empresas-mais-transparentes_208997.html.

em Portugal, que representa 91% do mercado nacional de gestão de ativos e de fundos de pensões, representando, assim, os maiores IIs portugueses. Consideramos, deste modo, que seria a associação em melhor posição de nos fornecer a informação sobre estes investidores. Escolhemos, para enviar o questionário, as gestoras de fundos de investimento mobiliário pois, entre os cinco tipos de gestoras membros, estas seriam as mais indicadas para o nosso estudo, designadamente por se tratarem de fundos que investem em valores mobiliários comercializados pelas sociedades que também são inquiridas.

Os inquéritos foram feitos segundo uma lógica de perguntas abertas de modo a não limitar as respostas dos inquiridos, para, deste modo, obter o máximo de informação útil e a não viciar as respostas, o que poderia originar um problema metodológico relevante. Foram enviados por e-mail para todos os inquiridos e respondidos por essa via, com a exceção de duas empresas que responderam via telefone. Antes de os inquéritos serem enviados, foi feito um levantamento dos website dos intervenientes para, deste modo, possuímos toda a informação pertinente sobre estes.

O objectivo dos inquéritos é perceber a conduta dos IIs no GS em que participam. Pretendeu-se analisar, no caso das sociedades comerciais, como os IIs utilizam o seu direito de voto e de participação em assembleias gerais e se fazem representar no conselho de administração; os assuntos que são mais sensíveis e se as suas opiniões são tidas em consideração pela gestão da sociedade. Pretende-se, assim, perceber pelo exercício do direito de voto e de participação em assembleia geral e da sua representação em sede de conselho de administração se as entidades adoptam uma postura ativa nas empresas em que investem; os assuntos sobre os quais são mais exigentes, o que os leva a intervir nas sociedades, se são apenas assuntos de interesse particular ou também de interesse da sociedade e dos restantes acionistas; a influência das suas opiniões na gestão das empresas e se a administração das empresas têm em consideração as opiniões dos IIs e, por isso, o seu ativismo não é em vão.

Após os vários escândalos testemunhados e com a existência dos problemas de agência referidos, pretendemos com a última questão, perceber como a gestão tanto das empresas, como dos IIs, salvaguardam os interesses dos seus *stakeholders*, considerando, assim, a empresa como um todo.

As empresas que compunham o PSI20 à altura do envio do questionário (18 de Março de 2015) eram: Altri SGPS; Banco BPI; Banif Bco Intl Fun; BCP; CTT Correios Prt; EDP; EDP Renováveis; Galp Energia SGPS; Impresa; Jerónimo Martins; Mota Engil; Nos SGPS; Portugal Telecom; Portucel; Ren-Redes Energia; Semapa SGPS; Sonae SGPS e Teixeira Duarte⁴³.

Das dezoito sociedades do PSI20, sete empresas responderam ao nosso inquérito, entre as quais a EDP Renováveis, sendo que seis forneceram informações relevantes sobre o assunto. Todas as empresas inquiridas contam com IIs na sua estrutura acionista de diferentes proveniências e, em algumas delas, estes investidores ocupam posições de destaque (quando falamos em posições de destaque, referimo-nos a posições entre 20% a 50% do capital social), não obstante na maioria deterem entre os 2% a 7% do capital social. Algumas das empresas inquiridas (Galp Energia, CTT, EDP) contam com uma expressiva percentagem de IIs estrangeiros. Uma das empresas inquiridas (Mota-Engil), esclareceu que os IIs presentes na empresa têm na holding os interlocutores para os esclarecimentos que entendam colocar. Também uma das empresas (Galp Energia) refere que os *Mutual Funds* e os *Hedge Funds* são os principais IIs presentes na sua estrutura acionista.

Quanto à participação deste tipo de investidor em assembleia geral, todas as empresas foram unânimes em dizer que estes participam nas assembleias gerais e que as taxas de participação são altas, “50% participam na assembleia geral” - diretor de relação com investidores dos CTT. Todas as empresas referiram que estes investidores exerciam os seus direitos em sede de assembleia geral. Numa das empresas (Sonae) o investidor institucional, que detém uma participação maioritária na empresa, propôs um administrador para o conselho de administração e o próximo *Chairman* do grupo. Existem, assim, IIs com assento no conselho de administração e, deste modo, utilizando a faculdade do art. 392º CSC, e portanto, com poder de decisão em sede de reuniões deste conselho em três das empresas inquiridas (Sonae; Nos e EDP,) – 50% da amostra. Duas empresas (Galp Energia e CTT) referiram que não tinham nenhum representante dos IIs no conselho de administração e uma não forneceu dados relevantes sobre este item (Mota- Engil).

⁴³ EDP Renováveis é uma empresa não nacional.

Os assuntos que os IIs consideram mais sensíveis, como esperado, são de ordem financeira. Assim, resultados trimestrais, aumento da quota de mercado, estratégia do grupo, os negócios do portfólio, remunerações e gestão de risco são os assuntos a que todas as empresas fizeram alusão. Uma empresa (CTT) referiu os dividendos distribuídos como o assunto mais importante para os IIs. O nosso tema, foi referido por 33% da amostra, como relevantes para os IIs (EDP e Galp Energia).

Quanto ao facto de se perceber se as opiniões destes investidores influenciam a política de gestão a resposta é unânime, as opiniões dos IIs são consideradas pela administração. Algumas empresas (Sonae; Galp Energia; CTT e Mota-Engil) referiram que uma sociedade aberta pretende criar valor para os seus acionistas e desenvolver melhores práticas de governo, e para isso é fundamental alinhar as expectativas entre a administração e os investidores, tendo em conta as estratégias dos acionistas que posteriormente são implementadas pela equipa de gestão.

Na tentativa de se perceber se a administração das grandes empresas portuguesas tem em consideração a envolvência, ou seja, se, se orientam pelas linhas de gestão baseada no modelo *stakeholders*, três das empresas (Sonae; CTT e EDP) inquiridas fazem alusão à existência de relatórios de sustentabilidade e códigos de conduta que são plenamente cumpridos. Neste âmbito, a maioria das empresas salientou a existência de direções de relações com investidores para a manutenção de um diálogo aberto e transparente com todos aqueles com quem se relacionam. De sublinhar, ainda, que uma das empresas (CTT) apontou que na sua, estratégia, de *stakeholders*, houve, no ano que passou (2014), um aumento de 2% nos salários e que não houve adesão às greves gerais que foram realizadas.

Assim, analisando as perguntas do inquérito temos que:

- Quanto à percentagem de IIs nas estruturas de capital social ela é elevada, com uma evidente expressão de IIs estrangeiros, e que, alguns destes, são acionistas com grandes participações.
- Quanto à postura ativa dos IIs, pelo exercício do direito de voto e de participação em assembleia geral e de se fazerem representar no conselho de administração, o exercício dos seus direitos acontece na maioria dos casos, votam nas deliberações e apresentam propostas, e existe uma representação significativa (50%) de IIs representados em conselhos de administração.

- Quanto ao móbil que leva os IIs a intervir nas sociedades podemos afirmar que são os dados financeiros os que provocam mais atuação, seguido dos resultados económicos e as opções estratégicas. Em quarto e quinto lugar vem, respectivamente, a sustentabilidade e o CG e a política de distribuição de dividendos.
- Quanto à valorização por parte das administrações das opiniões dos IIs os dados fornecidos permitem afirmar que todas as empresas aceitam positivamente as opiniões e propostas, tentando compatibilizar esses factores com a atividade da empresa, numa estratégia de criação de valor de longo prazo para todos os acionistas.
- Quanto à questão da adopção do modelo de gestão de *stakeholders* os dados recolhidos indicam que as empresas portuguesas têm em conta a sua envolvente, procurando maximizar a utilidade de todos os que se relacionam com a empresa, tanto interna como externamente.

Pretendemos com estes questionários perceber o ativismo dos IIs no GS em que participam e, para isso, seria importante ter a visão dos dois lados da questão: as empresas e os próprios investidores. Contudo as tentativas para obtermos uma resposta destes investidores, não obtiveram êxito. Apenas três IIs responderam, um para dizer que tem como política não participar neste tipo de estudos, outro não fornecendo nenhuma informação útil e um terceiro afirmou que ia responder, após dois contactos telefónicos, não chegando a enviar a sua resposta. Seria importante perceber como estes investidores avaliam a sua postura enquanto acionistas nas empresas participadas bem como perceber o que eles pensam sobre o acolhimento das suas opiniões por parte das administrações dessas mesmas empresas. De igual modo, seria relevante perceber em que medida os interesses dos participantes estão defendidos pela política estratégica por estes investidores seguida, quer em relação à orientação seguida em matéria de GS, quer em relação à sua própria gestão. Da ausência de respostas, dado o esforço investido ter sido o mesmo que para as empresas, podemos inferir um fechamento relativo e uma política de transparência menor.

Tentamos obter informações úteis sobre o presente tema junto da CVMV por ser a autoridade de supervisão portuguesa; da AEM por realizar, juntamente com a UCP, os relatórios sobre o Grau de Acolhimento Recomendações, Índice e *Rating* de Governo Societário; à APFIFFF por representar alguns dos mais importantes IIs portugueses; da

APCRI que representa sociedades de capital de risco, sociedades de investimento, bancos, companhias de seguros e sociedades gestoras de fundos de pensões; da ASF e, também, tentamos contactar com o diretor geral da COTEC que tem como associadas muitas empresas anónimas abertas portuguesas. Destes contactos apenas a APFIPP e a CMVM responderam, direcionando-nos para a informação publicada nos seus websites.

Não podemos finalizar sem referir que este estudo careceria, de maior profundidade de análise no que concerne aos IIs e de um contributo mais explícito da parte das autoridades públicas, algo que, pela extensão temporal, complexidade e objectivos práticos, não foi possível compatibilizar com a realização deste trabalho.

6. Conclusões

Ao longo dos últimos anos muitos foram os escândalos a nível mundial que causaram impacto junto dos mercados e das populações, pondo em evidência a má adequação das soluções vigentes e a necessidade de reforçar as medidas de *CG*, tendo várias entidades publicado linhas de orientação face a essa realidade.

O tema tornou-se premente a partir dos anos oitenta com uma percentagem significativa do capital das sociedades a estar nas posse dos IIs que dispunham de sofisticação técnica e de disponibilidade financeira para poderem exercer de forma diligente os seus direitos enquanto acionistas, ao mesmo tempo que, em sentido inverso, se regista taxas de absentismo crescente por parte dos outros acionistas. Surgiram, por isso, muitas vozes a apelar uma postura mais ativa por parte destes investidores. Desde então tem-se assistido à existência de autores que defendem a intervenção destes IIs nas sociedades e, ao mesmo tempo, outros a defender o contrário, tendo alguns, autores, constatado significativas melhorias nas empresas em que os IIs são mais ativos, enquanto outros não encontram correlações entre o ativismo institucional e a melhoria de resultados empresariais.

Contudo, existem autores que põem em evidência problemas que inviabilizam este ativismo, podendo surgir problemas de agência no seio dos próprios IIs o que poderá levar a que não exerçam os seus direitos da forma esperada. A capacidade, a motivação e a eficácia destes investidores bem como as limitações legais existentes são outros dos obstáculos apontados ao intervencionismo dos investidores. Em contraponto, outros autores identificam a diminuição da assimetria de informação e dos problemas de agência, uma maior fiscalização e melhoria do desempenho da empresa, o desenvolvimento de estratégias de inovação e a assunção de riscos operacionais como algumas das vantagens apontadas à presença de IIs nas estruturas acionistas. Assim, a própria melhoria dos resultados vai beneficiar a atividade dos IIs, sendo apontada como motivo, suficiente, para o seu ativismo.

São várias as vantagens, à primeira vista, fáceis de apontar ao intervencionismo destes investidores e, na verdade, poucos ou nenhum outro tipo de acionista reúne todas as características necessárias a um intervencionismo responsável com vista a melhorar as *performances* das empresas e, assim, a criar valor para todos os *stakeholders*, não

ignorando, no entanto, que a gestão e funcionamento deste tipo de investidores apresenta vários obstáculos a esta estratégia.

Ao longo deste estudo expusemos várias opiniões sobre o tema, podendo, assim, evidenciar-se, que nem sempre todos os IIs são apontados como os melhores *players*, da mesma forma, que nem todos os mercados, ou empresas, têm as características necessárias ao êxito deste ativismo.

Não deixamos, aqui, de salientar que os bancos, assunto pertinente em Portugal, aparecem sempre como IIs com uma fraca conduta enquanto acionistas, verificando-se situações de expropriação de riqueza e de benefícios próprios. Contudo, é importante sublinhar que a existência de maus resultados no intervencionismo institucional não é exclusiva dos bancos, abarcando outros tipos de IIs.

O objectivo deste estudo não foi tomar posição sobre a apologia, ou não, da intervenção dos IIs. Foi antes, estudar a possibilidade de se vir a defender a aplicação desta medida no contexto nacional, nomeadamente uma postura mais activa dos IIs que permita uma melhor fiscalização das estruturas financeiras. Para isso, questionámos as dezoito empresas que constituem o PSI20, tendo obtido resposta de sete e validado seis delas como contendo informação relevante.

Da análise aos relatórios de GS (detentores de participações qualificadas) destas dezoito empresas podemos concluir que existe uma elevada percentagem de IIs nas estruturas acionistas das empresas, com uma expressiva presença de IIs estrangeiros, alguns com grandes blocos de ações, sendo, no entanto, as instituições bancárias, independentemente da sua nacionalidade, os IIs mais significativos.

As respostas que obtivemos permitem-nos referir que o grau de exercício do direito de voto e de participação dos IIs nas sociedades comerciais é alto. Os assuntos que estes investidores mais se interessam são, maioritariamente, de ordem financeira, havendo, contudo, também referências a outros assuntos ligados a *CG* e à sustentabilidade. É de referir, também, que as administrações das empresas têm em consideração as opiniões destes investidores numa óptica de crescimento de longo prazo. Mediante os dados que recebemos, e sem, esquecer que muitos outros seriam necessários para sermos capazes de concluir algo seguro, podemos referir que os investidores, residentes e não residentes, estão presentes em grande número no mercado português e que exercem os

seus direitos, nomeadamente, o de voto e o de participação em assembleia geral. Verifica-se, ainda, que estes investidores se interessam por todos os assuntos que acrescentem valor à empresa e que as suas opiniões são contempladas pelas administrações, segundo as informações das próprias administrações.

Como referimos, este estudo para ser conclusivo teria de contar com mais dados, nomeadamente os fornecidos pelos próprios IIs e pelas autoridades relevantes. Assim, e sem esquecer esta carência e a fragilidade dos dados recolhidos, podemos assumir, com alguma segurança, que nas empresas que nos responderam, o ativismo dos IIs, ou o seu reforço, seria uma possibilidade a equacionar, ou, pelo menos, que o mercado português deve estar atento a essa possibilidade, uma vez que estes existem em grande número e detêm competências suficientes para constituírem uma possível solução ao mau funcionamento das estruturas. Mudar o regime que regula estes investidores (no que concerne às limitações de carteira) ou promover incentivos para tornar mais apetecível uma participação acionista a longo prazo: concessão de mais direitos de voto ou de maiores dividendos (UE, 2013: p. 18), serão medidas que poderão ser equacionadas para uma melhor intervenção a longo prazo.

Se essa possibilidade de ativismo seria a solução dos problemas de agência e a salvaguarda dos interesses dos acionistas minoritários, constitui matéria para próximos estudos, ficando claro que a nossa opinião é no sentido de esta ser uma das soluções que, no entanto, deverá ser combinada com outras para atacar os problemas de forma global.

Não podemos, por fim, deixar de referir, que, o mercado e as suas ligações são muito complexas, dado que a atividade económica tem relações complexas com os outros poderes da sociedade, incluindo o político, não sendo displicente as relações de intersecção entre estas duas esferas (Boltanski e Chiapello, 2005, p. 55-107). A ganância e a pressão exercida sobre os sujeitos que operam no mercado de capitais e os comportamentos predatórios constituem motivos acrescidos para que *shareholders* e *stakeholders* vejam os seus interesses secundarizados, e que mesmo estes, *shareholders* ou *stakeholders*, têm interesses próprios que fomentam conflitos de interesses existentes. A teia é extensa e muito complexa, pelo que melhores práticas de *CG* são imperativas, não pela quimera de acabar com todos os males do mercado, mas, apenas, para salvaguardar os interesses de todos aqueles que lá operam.

Bibliografia

- Abreu, Jorge Manuel Coutinho de Abreu, *Governança das sociedades comerciais*, 2ª Edição, Coimbra, Almedina, 2010;
- Agrawal, Anup e Mandelker, Gershon N., “Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments”, in *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1990, Volume 25, N.2, pp. 143-161;
- Almeida, António Pereira de, *Sociedades Comerciais, valores mobiliários, instrumentos financeiros e mercados*, 7ª Edição, Volume 2, Coimbra, Coimbra Editora, 2013;
- Alves, Carlos Francisco, “Deverão os Investidores Institucionais Envolver-se no Governo das Sociedades?”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2000, N.8, pp. 2-26;
- Alves, Carlos Francisco, *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*, Almedina, 2005;
- Alves, Carlos Francisco “Uma perspectiva económica sobre as (novas) regras de Corporate Governance do Código das Sociedades Comerciais”, in *A reforma do Código das Sociedades Comerciais: Jornadas em homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura*, 2007, Coimbra, Almedina, pp. 173-195;
- Antunes, José Engrácia “Os “Hedge Funds“ e o Governo das Sociedades”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, 2009, Volume IX, Coimbra, Coimbra Editora, pp. 9-70;
- Becht, Marco; Bolton, Patrick; Roell, Ailsa (2002) *Corporate Governance and Control*, NBER Working Paper N. 9371, Dezembro de 2002;
- Berle, Adolf A. Jr. e Means, Gardiner C., *The Modern Corporation and Private Property*, New York, USA, The Macmillan Company, 1932;
- Boltanski, Luc e Chiapello, Éve, *The New Spirit of Capitalism*, London-New York, Verso, 2005;
- Câmara, Paulo, “Conflito de Interesses no Direito Financeiro e Societário: Um Retrato Anatómico”, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e*

Financeiro: um balanço a partir da crise financeira, 2010, Coimbra, Almedina, pp. 9-74;

- Câmara, Paulo, “Corporate Governance de 2013 a 2023: Desafios e Objectivos”, in *A Emergência e o Futuro do Corporate Governance em Portugal, Volume Comemorativo do X Aniversário do Instituto Português de Corporate Governance*, 2014, Almedina, pp. 145-165;
- Câmara, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª Edição, Lisboa, Almedina, 2011;
- Charkham, Jonathan P., *Keeping Better Company Corporate Governance Ten Years On*, 2ª Edição, Oxford- New York, Oxford University Press, 2005;
- Costa, Ricardo, “Deveres gerais dos administradores e “gestor criterioso e ordenado””, in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, 2011, Coimbra, Almedina, pp. 57-187;
- Cunha, Carolina, “A exclusão de sócios (em particular nas sociedades por quotas)”, in *Problemas do direito das sociedades*, 2008, 2ª reimpressão, Coimbra, Almedina, pp. 201-231;
- Cunha, Paulo Olavo (2010) “Corporate & Public Governance nas Sociedades Anónimas: primeira reflexão”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Volume 4, ano 2, Coimbra, Almedina, pp. 159-179;
- Damanpour, Fariborz e Chaganti, Rajeswararao, “Institutional ownership, capital structure, and firm performance”, in *Strategic Management Journal*, 1991, Volume 12, N.7, pp. 479-491;
- Davies, Adrian, *Corporate Governance: Boas Práticas de Governo das Sociedades*, tradução Mercedes Gomes, Lisboa, Monitor, 2006;
- Denis, Diane K. e McConnell John. J., “International Corporate Governance”, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, Volume 38, N.1 pp. 1-36;
- Eisenberg, Melving, “Perspectivas de Convergência Global dos Sistemas de Direcção e Controlo das Sociedades”, in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, 1999, N.5, pp. 107-129;

- Esperança, José Paulo; Sousa, Ana; Soares, Elisabete; Pereira, Ivo, *Corporate Governance no Espaço Lusófono: normas, práticas e sustentabilidade no contexto global*, Alfragide, Texto, 2011;
- Fama, Eugene F. e Jensen, Michael C. “Separation of Ownership and Control”, in *Journal of Law and Economics*, 1983, Volume 26, N.2, pp. 301-325;
- Ferreira, Bruno (2008) “A Responsabilidade dos Administradores e os Deveres de Cuidado Enquanto Estratégias de Corporate Governance”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2008, N.30, pp. 7-18;
- Franks, Julian R.; Mayer, Colin; Rossi, Stefano, “Ownership: Evolution and Regulation”; in *The Review of Financial Studies*, 2009, Volume 22, N.10, pp. 4009-4056;
- Freire, Adriano, *Gestão empresarial japonesa: lições para Portugal*, 2ª Edição, Lisboa, Verbo, 1995;
- Gião, João Sousa, “Conflitos de Interesses entre Administradores e os Accionistas na Sociedade Anónima: Os Negócios com a Sociedade e a Remuneração dos Administradores”, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro*, 2010, Coimbra, Almedina, pp. 215-291;
- Gillan, Stuart L. e Starks, Laura T., “Corporate Governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors”, in *Journal of Financial Economics*, 2000, Volume 52, N.2, pp. 275-305;
- Gomes, José Ferreira, “Conflito de Interesses entre Accionistas nos Negócios Celebrados entre a Sociedade Anónima e o seu Accionista Controlador”, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro*, 2010, Coimbra, Almedina, pp. 75-213;
- Guercio, Diane Del e Hawkins, Jennifer, “The motivation and impact of pension fund activism”, in *Journal of Financial Economics*, 1999, Volume 52, N.3, pp. 293-340;
- Hamdani, Assaf e Yafeh, Yishay, “Institutional Investors as Minority Shareholders”, in *Review of Finance*, 2013, volume 17, N.2, pp. 691-725;
- Hansmann, Henry e Kraakman, Reinier, “Agency Problems and Legal Strategies”, in *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional*

Approach, 2004, Center for Law, Economics and Public Policy Research Paper N.301, Yale Law School, pp. 21-31;

- Hartzell, Jay C. e Starks, Laura T., “Institutional Investors and Executive Compensation”, in *Journal of Finance*, 2003, Volume 58, N.6, pp. 2351-2374;
- Hopkins, Michael, *Corporate Social Responsibility and International Development Is Business the Solution?*, London, Earthscan, 2007;
- Hoshi, Takeo; Kashyap, Anil; Scharfstein, David (1993) The choice between public and private debt: an analysis of post – deregulation corporate financing in Japan, NBER working paper N.4421, Agosto de 1993;
- IOSCO, *Collective Investment Schemes as Shareholders: Responsibilities and Disclosure*, 2003;
- Jensen, Michael C. e Meckling, William H., “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, 1976, in *Journal of Financial Economics*, Volume 3, N. 4, pp. 305-360;
- Jornal de Negócios, “Quase um quarto da bolsa está nas mãos de gestoras estrangeiras”, in *Jornal de Negócios*, 27 de Abril de 2015, pp. 22-23;
- Lehman, Bruno, “O enquadramento do conceito de Corporate Governance e a sua evolução”, in *O Governo das Sociedades cotadas, seminário sobre o “Governo das Sociedades cotadas*, 2001, Lisboa, APFIN, AEGFP, pp. 29-47;
- Maia, Pedro, *Função e funcionamento do conselho de administração da sociedade anónima*, Coimbra, Coimbra Editora, 2002;
- Marcos, Rui Manuel de Figueiredo, *As companhias pombalinas: contributo para a história das sociedades por acções em Portugal*, Coimbra, Almedina, 1997;
- McConnell, John J. e Servaes, Henri, “Additional evidence on equity ownership and corporate value”, in *Journal of Financial Economics*, 1990, Volume 27, N.2, pp. 595-612;
- McKinsey&Company, *Global Investor Opinion Survey: Key Findings*, 2002;
- Mello, António de Sampaio e, *Competitividade do Mercado de Acções Portugueses*, Lisboa, Bolsa de Valores de Lisboa, 1996;
- Nunes, A. J. Avelãs, *O direito de exclusão de sócios nas sociedades comerciais*, Coimbra, Almedina, 2002;

- Porta, Rafael La; Lopez – de –Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert, “Investor protection and Corporate Governance”, in *Journal of Financial Economics*, 2000, Volume 58, N.1-2, pp. 3 – 27;
- Prowse, Stephen D., “Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the United States and Japan”, in *Journal of Financial Economics*, 1990, Volume 27, N.1, pp. 43-66;
- Rajan, Raghuram G., “Insiders and Outsiders: The Choice between informed and Arm’s – Length Debt”, in *The Journal of Finance*, 1992, Volume 47, N.4, pp. 1367-1400;
- Rego, Arménio; Cunha, Miguel Pina e; Costa, Nuno Guimarães da; Cardoso, Carlos Cabral, *Gestão ética e socialmente responsável: teoria e prática*, 2ª Edição, Lisboa, RH, 2007;
- Rodrigues, Jorge José Martins, *Corporate Governance: Retomar a Confiança Perdida*, Lisboa, Escolar, D.L., 2009;
- Romano, Roberta, “Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance”, in *Yale Journal on Regulation*, 2001, Volume 18, N.2, pp. 174-252;
- Samuelson, Paul A. e Nordhaus, William D., *Economia*, 16ª Edição, Amadora, MacGraw – Hill de Portugal, Lda, 1999;
- Santos, Filipe Cassiano, “Governo de sociedades bancárias, deveres dos administradores e supervisão”, in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, 2012, Coimbra, Almedina, pp. 225-241;
- Santos, Hugo Moredo, “Um governo para os fundos de investimento”, in *O governo das organizações: a vocação universal do Corporate Governance*, 2011, Coimbra, Almedina, pp. 371-414;
- Santos, Joaquim Alberto Neiva dos, “*Corporate Governance*”: *desenvolvimentos recentes e a realidade portuguesa*, Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças Empresariais, Universidade Aberta, 2009;
- Santos, Fernando Teixeira dos, *A importância do Corporate Governance Uma Perspectiva Institucional*, Seminário do Barclay's - Value Based Management & Corporate Governance,

http://www.fep.up.pt/docentes/ftsantos/interven%C3%A7%C3%B5es/Corporate_Governance_Barclays.pdf, ret. Novembro de 2000;

- Santos, Fernando Teixeira dos, “Discurso do Ministro de Estado e das Finanças, Professor Doutor Teixeira dos Santos”, in *A Reforma do Código das Sociedades Comerciais, Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura*, 2007, Coimbra, Almedina, pp. 11-14;
- Sarkar, Jayati e Sarkar, Subrata, “Large Shareholder Activism in Corporate Governance in Developing Countries: Evidence from India”, in *International Review of Finance*, 2000, Volume 1, N.3, pp. 161-194;
- Serens, M. Nogueira, *Notas sobre a sociedade anónima*, 2ª edição, Coimbra, Coimbra Editora, 1997;
- Serra, Catarina, “Entre Corporate Governance e Corporate Responsibility: deveres fiduciários e “interesse social iluminado””, in *I Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, 2012, Coimbra, Almedina, pp. 211-259;
- Shleifer, Andrei e Vishny, Robert W., “A Survey of Corporate Governance”, in *Journal of Finance*, 1997, Volume 52, N. 22, pp. 737-783;
- Silva, Artur Santos; Vitorino, António; Alves, Carlos Francisco; Cunha, Jorge Arriaga da; Monteiro, Manuel Alves, *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*, Instituto Português de Corporate Governance, 2006;
- Silva, Paula Costa e, *Direito dos valores mobiliários: relatório*, Lisboa, Coimbra Editora, 2005;
- Smith, Adam (1987) *Inquérito sobre a natureza e as causas da riqueza das nações*, tradução de Luís Cristóvão de Aguiar, 2º Volume, Lisboa, Fundação Calouste Gulbenkian;
- Tavares, José (1924) *Sociedades e empresas comerciais*, 2ª edição, Coimbra, Coimbra Editora, 1924;
- Triunfante Armando Manuel, *A tutela das minorias nas sociedades anónimas: direitos de minoria qualificada, abuso de direito*, Coimbra, Coimbra Editora, 2004;
- Wahal, Sunil, “Pension Fund Activism and Firm Performance”, in *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, Volume 31, N.1, pp. 1-23;

- Zahra, Shaker A., “Governance, Ownership and Corporate Entrepreneurship: The Moderating Impact of Industry Technological Opportunities”, in *The Academy of Management Journal*, 1996, Volume 39, N.6, pp. 1713-1735.

Legislação Consultada

- Código Civil, Almedina, 2010;
- Código das Sociedades Comerciais, M. Nogueira Serens, Almedina, 2013;
- Código dos Valores Mobiliários, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2013.

Sites

- <http://www.calpers-governance.org/docs-sof/principles/2014-05-calpers-global-principles-accountable-corp-gov.pdf> - Calpers, “Global Principles of Accountable Corporate Governance”, acessado em 3 de Junho de 2015;
- http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/codigo_de_governo_das_sociedades_do_ipcg.pdf - Instituto Português de Corporate Governance, “Código de Governo das Sociedades”, 2014, acessado em 15 de Junho de 2015;
- <http://www.cmvm.pt/cmvm/estudos/em%20arquivo/Pages/default.aspx> – CMVM, “Relatórios anuais do Governo das Sociedades da CMVM”, acessado em 15 de Maio de 2015;
- <http://www.cmvm.pt/cmvm/recomendacao/recomendacoes/Pages/default.aspx> – CMVM, “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades”, acessado em 15 de Maio de 2015;
- http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/C%C3%B3digo%20das%20Sociedades/AnexosGovSoc/Pages/99_indice.aspx – CMVM, “Recomendações de 1999 sobre o Governo das Sociedades Cotadas”, acessado em 21 de Junho de 2015;
- <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20140327.aspx> – CMVM, “Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas 2012”, acessado em 13 de Março de 2015;

- <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/C%C3%B3digoGoverno%20das%20Sociedades/Pages/Recomenda%C3%A7%C3%B5esdaCMVMsobreIncentivo%C3%A0Participa%C3%A7%C3%A3oemAssembleiaGeraleExerc%C3%ADciodoDireitodeVotodosOrganismosdeInvestimentoColectiv.aspx?v=> - CMVM, “Recomendações da CMVM sobre incentivo à participação em assembleia geral e exercício do direito de voto dos organismos de investimento colectivo”, acessado em 26 de Fevereiro de 2015;
- <http://www.dn.pt/Inicio/Tag.aspx?tag=Esc%E2%80%90ndalo%20BPN> – “Escândalo BPN”, acessado em 1 de Junho de 2015;
- http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_pt.pdf – Comissão Europeia, “Livro verde - o quadro da UE do governo das sociedades”, 2011, Bruxelas, acessado em 6 de Junho de 2015;
- <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2003/PT/1-2003-284-PT-F1-1.Pdf> - Comissão Europeia, “Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia- Uma estratégia para o futuro”, acessado em 9 de Setembro de 2014;
- <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf> – Cadbury, “Relatório Cadbury”, acessado em 3 de Abril de 2015;
- <http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel.pdf> – Hampel, “Relatório Hampel”, acessado em 3 de Abril de 2015;
- <http://economia.ig.com.br/tribunal+italiano+prende+exdono+da+parmalat/n1300153086439.html> - “Tribunal Italiano prende ex-dono da Parmalat, in Economia, iG, acessado em 30 de Março de 2015;
- http://economico.sapo.pt/noticias/o-desafio-e-trazer-mais-empresas-para-bolsa_194853.html - “O desafio é trazer mais empresas para Bolsa”, acessado em 25 de Fevereiro de 2015;
- http://economico.sapo.pt/noticias/os-5-caminhos-para-empresas-mais-transparentes_208997.html - “Os cinco caminhos para empresas mais transparentes”, acessado em 25 de Fevereiro de 2015;

- http://economico.sapo.pt/noticias/uma-bolsa-vive-das-empresas-que-acolhe_195865.html - “Uma bolsa vive das empresas que acolhe”, acessido em 11 de Dezembro de 2014;
- <http://www.economist.com/node/1610552>. – “Ahold Europe’s Enron”, acessido em 1 de Junho de 2015;
- <http://www.economist.com/node/2273049>. – “Misbehaviour in Sweden Skandal”, acessido em 1 de Junho de 2015;
- http://www.emitentes.pt/news_hpslidercontent.php?nid=630 – UCP E AEM, “Relatório sobre o Grau de Acolhimento Recomendações, Índice e Rating de Governo Societário”, acessido em 12 de Maio de 2015;
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:32007L0036> – UE, “Directiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 11 de Julho de 2007 relativa ao exercício de certos direitos dos accionistas de sociedades cotadas”, acessido em 4 de Junho de 2015;
- <https://infoeuropa.euroid.pt/files/database/000058001-000059000/000058442.pdf> - UE, “Livro Verde O financiamento a longo prazo da economia europeia”, 2013, acessido em 6 de Janeiro de 2015;
- http://www.jn.pt/PaginaInicial/Economia/Interior.aspx?content_id=1209375 – “Tavares compara problemas no BPP ao caso Madoff”, acessido em 1 de Junho de 2015;
- http://www.nbcnews.com/id/5396406/ns/business-corporate_scandals/t/adelphia-founder-john-rigas-found-guilty/#.VX6kn_1Vikp – “Adelphia founder John Rigas found guilty”, acessido em 1 de Junho de 2015;
- http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2009/ - “The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2009”, acessido em 19 de Janeiro de 2015;
- <http://www.nytimes.com/2002/09/13/business/2-top-tyco-executives-charged-with-600-million-fraud-scheme.html> - “2 Top Tyco Executives Charged With \$600 Million Fraud Scheme”, acessido em 1 de Junho de 2015;

- <http://observador.pt/2015/04/29/as-17-principais-conclusoes-do-inquerito-ao-bes/> - “As 17 principais conclusões do inquérito ao BES”, acessido em 2 de Junho de 2015;
- <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf> – OCDE, “Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades”, 2004, acessido em 10 de Setembro de 2014;
- <http://www.publico.pt/multimedia/infografia/psi-20-134> - “Os salários dos gestores do PSI20 à lupa”, acessido em 29 de Outubro de 2014;
- http://www.sabado.pt/dinheiro/detalhe/escandalo_bes_os_segredos_da_teia_dos_espirito_santo.html - “Escândalo BES: Os segredos da teia dos Espírito Santo”, acessido em 1 de Junho de 2015;
- <http://www.theguardian.com/business/2002/aug/09/corporatefraud.worldcom2> - “WorldCom accounting scandal”, acessido em 1 de Junho de 2015;
- <http://www.theguardian.com/business/2002/jun/29/2> - “Xerox in \$2bn scandal”, acessido em 1 de Junho de 2015;
- https://www.tiaa-cref.org/public/pdf/pubs/pdf/governance_policy.pdf – Tiaa-Cref, “Tiaa - Cref Policy Statement on Corporate Governance”, acessido em 3 de Junho de 2015;
- <https://www.youtube.com/watch?v=Nd0ysLCIQxE> – “Enron: the smartest guys in the room”, acessido em 15 de Fevereiro de 2015.

Anexos

Inquérito enviado às empresas que constituem o PSI20

A presente entrevista (escrita) insere-se na realização de uma dissertação de mestrado na **Universidade Católica Portuguesa**, Escola de Direito do Porto, **Mestrado em Direito da Empresa e dos Negócios** versando o tema do **Corporate Governance: Os Investidores Institucionais no Governo das Sociedades**.

I. Intervencionismo dos Investidores Institucionais no Grupo.

- 1) Os Investidores Institucionais estão presentes na estrutura acionista da empresa?
Que tipo de investidores, residentes ou também não residentes?
- 2) Em caso afirmativo, em que medida eles participam na vida social da empresa? Votam em assembleias gerais? Fazem-se ouvir no conselho de administração?
- 3) Em que assuntos da vida social da empresa estes investidores são mais exigentes?
- 4) As opiniões destes investidores influenciam as opções tomadas pela administração?
- 5) Em que medida os interesses dos *stakeholders*, na sua totalidade, estão defendidos pela gestão do grupo?

Se quiser, pode deixar aqui considerações/ideias/comentários:

Dados Pessoais

- 6)Nome-
- 7)Sexo-
- 8)Idade-
- 9)Função que exerce na empresa-
- 10)Detêm participações no capital da empresa-

O questionário terminou.

Muito Obrigada pela colaboração!

Inquérito enviado às Gestoras de Fundos de Investimento Mobiliário, membros do APFIPP

A presente entrevista (escrita) insere-se na realização de uma dissertação de mestrado na **Universidade Católica Portuguesa**, Escola de Direito do Porto, **Mestrado em Direito da Empresa e dos Negócios** versando o tema do **Corporate Governance: Os Investidores Institucionais no Governo das Sociedades**.

De acordo com a Recomendação da CMVM (Comissão de Mercado de Valores Mobiliários) e do ISP (Instituto de Seguros de Portugal) de Julho de 2010, os Investidores Institucionais devem participar nas Assembleias Gerais e exercer o seu direito de voto de forma diligente, eficiente e crítico. Em consonância com a citada recomendação, seguem algumas perguntas sobre o tema.

II. Intervencionismo dos Investidores Institucionais nas sociedades participadas

- 1) Em que medida, enquanto Investidores Institucionais participam na vida social das sociedades participadas? Votam em assembleias gerais? Fazem-se ouvir no conselho de administração?
- 2) Em que assuntos da vida social da empresa são mais exigentes?
- 3) Em que medida sentem que as opiniões expressas influenciam as opções tomadas pela administração?
- 4) Em que medida os interesses dos representados na sua totalidade, estão defendidos pela política seguida?

Se quiser, pode deixar aqui considerações/ideias/comentários:

Dados Pessoais

- 6)Nome-
- 7)Sexo-
- 8)Idade-
- 9)Função que exerce na empresa-
- 10)Detêm participações no capital da empresa-

O questionário terminou.

Muito Obrigada pela colaboração!