

Joaquim Alberto Neiva dos Santos

“CORPORATE GOVERNANCE”

Desenvolvimentos Recentes e a Realidade Portuguesa

UNIVERSIDADE ABERTA

(5.º Curso de Mestrado em Contabilidade e Finanças Empresariais)

AVEIRO

Dezembro 2009

“CORPORATE GOVERNANCE”

Desenvolvimentos Recentes e a Realidade Portuguesa

*Dissertação de Mestrado para a obtenção do grau
de Mestre em Contabilidade e Finanças
Empresariais, pela Universidade Aberta.*

AVEIRO
Dezembro 2009

RESUMO

A presente dissertação assenta no estudo e análise da aplicabilidade das normas e regulamentos de *corporate governance* a nível internacional e em Portugal, bem como das motivações e implicações associadas ao conceito e consequências da sua aplicação.

Visando uma sistematização dos principais contributos teóricos sobre a temática da *corporate governance* e a caracterização do governo das sociedades, procede-se à respectiva revisão bibliográfica, útil para a prossecução e clarificação dos objectivos principais: identificar as principais correntes, linhas directoras de abordagem, nível de abrangência à luz da(s) teoria(s) dominante(s) e averiguar da sua adaptabilidade e aplicabilidade ao caso português.

O tema tem especial relevância na sequência dos grandes escândalos financeiros internacionais, pelo que o principal desenvolvimento, entretanto verificado, encontra-se associado à necessidade de combater fraudes e facilitar o acesso das empresas ao mercado de capitais, tendo em vista os princípios de transparência, equidade e responsabilidade social. A *corporate governance* surge igualmente como mecanismo de protecção aos direitos dos accionistas minoritários e como garantia de que estes não seriam espoliados da sua riqueza por gestores ou accionistas maioritários, sendo considerada, frequentemente, como fundamental para que a empresa crie riqueza e valor para todos os grupos de interesse e garanta a sua perenidade, numa base sustentável.

Os resultados obtidos permitem concluir que, sendo a *corporate governance* um conceito de largo espectro, a sua regulamentação abrange, fundamentalmente, as sociedades com títulos cotados. Contudo, outras organizações poderão aplicar as mesmas normas e princípios ainda que de modo voluntário. No entanto, o binómio custo-benefício deverá ser equacionado atendendo a que a estrutura e reduzida dimensão de algumas organizações poderá ser impeditiva para a sua adesão a estas práticas.

Em Portugal, por força da pressão internacional, as empresas, especialmente as cotadas, têm vindo a sentir a necessidade da aplicação destes princípios, quer por via das alterações legislativas e regulatórias, quer por via do reconhecimento que têm para a promoção de melhores práticas de gestão, quer pela competitividade que ajudam a criar.

Palavras-chave: *corporate governance*, governo das sociedades, mercado de capitais, teoria da agência, regulamentação.

ABSTRACT

This thesis is based on the study and analysis of the applicability of rules and regulations of corporate governance internationally and in Portugal, as well as the motivations and implications associated with the concept and consequences of its application.

Seeking a systematization of the main theoretical contributions on the topic and characterization of corporate governance it was performed the literature review, which was also useful on the pursuit and clarification of the main objectives: identifying the main currents, main approach guiding lines, level of coverage in light of dominant (s) theory (ies) and determine its adaptability and applicability to the Portuguese case.

The issue gained particular relevance in the wake of major international financial scandals, so the great development, however verified, is associated with the need to combat fraud and facilitate companies' access to capital markets. This contributes to the principles of transparency, fairness and social responsibility. Corporate governance also emerges as a mechanism to protect the rights of minority shareholders and as a guarantee that they would not be dispossessed of their wealth by managers or controlling shareholders. It is often considered as fundamental for the company to generate wealth and value for all interest groups and ensure its survival on a sustainable basis.

The results indicate that corporate governance is a concept of broad-spectrum, their regulation covers fundamentally, companies with listed securities. Nevertheless, other organizations may apply the same standards and principles even voluntarily. However, their cost-benefit should be solved in order to the structure and small size of some organizations that may be an impediment to their adherence to these practices.

In Portugal, under international pressure, companies, especially listed companies, have come to feel the necessity of applying these principles, both through legislative and regulatory changes, either by the recognition we have to promote best practices management, either by helping to create competitive.

Key-words: corporate governance, *governo das sociedades*, capital markets, agency theory, regulation.

Ao Sérgio e ...

a todos os que, de algum modo,
me auxiliaram a levar a cabo esta tarefa.

ÍNDICE

RESUMO

ABSTRACT

AGRADECIMENTOS i

ABREVIATURAS UTILIZADAS ii

LISTA DE FIGURAS iv

INTRODUÇÃO 1

I – A IMPORTÂNCIA E AS MOTIVAÇÕES PARA A “CORPORATE GOVERNANCE” 6

1. CORPORATE MANAGEMENT vs BUSINESS MANAGEMENT 9

2. A IMPORTÂNCIA DA APLICABILIDADE DA “CORPORATE GOVERNANCE” 17

3. FACTORES RELEVANTES EM MATÉRIA DE “CORPORATE GOVERNANCE” 23

3.1. REGRAS ESTRUTURAIIS 24

3.2. INSTITUIÇÕES ECONÓMICAS E SOCIAIS 25

3.3. OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO HOSTIS 26

3.4. INFORMAÇÃO 26

3.5. NORMAS SOCIAIS 26

3.6. O OBJECTIVO DA ORGANIZAÇÃO 26

4. A DIMENSÃO DO CONCEITO DE “CORPORATE GOVERNANCE” 27

4.1. OS DIRECTORES E O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO 27

4.1.1 *A Estrutura do Conselho* 27

4.1.2 *A Remuneração dos Directores* 31

4.1.3 *Os Directores enquanto Accionistas* 33

4.2. OS ACCIONISTAS INSTITUCIONAIS 36

4.3. AUDITORES, AUDITORIA E INFORMAÇÃO CONTABILÍSTICA 38

4.4. O MERCADO DE CAPITAIS E O CONTROLO DA ORGANIZAÇÃO 41

4.5. A COMPLEMENTARIDADE DOS MECANISMOS DE GOVERNANCE 43

II – ANÁLISE HISTÓRICA E DESENVOLVIMENTOS EM “CORPORATE GOVERNANCE”	46
<i>1. O RELATÓRIO TREADWAY</i>	<i>49</i>
<i>2. O RELATÓRIO MACDONALD</i>	<i>51</i>
<i>3. O RELATÓRIO DO COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS (COSO)</i>	<i>53</i>
<i>4. O RELATÓRIO CADBURY</i>	<i>54</i>
<i>5. O RELATÓRIO HAMPEL</i>	<i>56</i>
<i>6. OS PRINCÍPIOS DE “CORPORATE GOVERNANCE” DA OCDE</i>	<i>59</i>
<i>7. OS DESENVOLVIMENTOS AO NÍVEL DA UNIÃO EUROPEIA</i>	<i>61</i>
III – SITUAÇÃO ACTUAL E PERSPECTIVAS FUTURAS	70
<i>1. A RESPONSABILIZAÇÃO DA ORGANIZAÇÃO</i>	<i>72</i>
<i>2. OS MERCADOS FINANCEIROS GLOBAIS</i>	<i>77</i>
2.1. A IMPORTÂNCIA DOS MERCADOS DE VALORES	78
2.2. A INTEGRAÇÃO DOS MERCADOS DE CAPITAIS	85
2.3. NOTAS CONCLUSIVAS	85
<i>3. AS MELHORES PRÁTICAS DE “CORPORATE GOVERNANCE”</i>	<i>88</i>
3.1. MECANISMOS DE CONTROLO INTERNO	91
3.1.1 Remuneração dos Gestores	91
3.1.2 Padrão Accionista	92
3.1.3 Papel Supervisor do Endividamento	95
3.1.4 Conselhos de Administração	95
3.2. MECANISMOS DE CONTROLO EXTERNO	97
3.2.1 O Mercado de Controlo da Organização	97
3.2.2 O Mercado de Produtos e de Factores	99
3.2.3 Notas Conclusivas	99
<i>4. QUE FUTURO? DESENVOLVIMENTOS RECENTES E PRÁTICAS CORRENTES</i>	<i>101</i>
4.1. A POSIÇÃO DOS EUA	101
4.1.1 Ofertas Públicas de Aquisição Hostis	104
4.1.2 Activismo dos Investidores Institucionais	104
4.1.3 Regras de Informação Fortes	105
4.1.4 Deveres Fiduciários e Normas Sociais	105
4.1.4 O Objectivo da Organização	106
4.1.5 Regras Estruturais	106

4.2. A POSIÇÃO DO REINO UNIDO	108
4.3. A POSIÇÃO EUROPEIA	110
4.3.1 A informação aos accionistas	118
4.3.2 Direitos e obrigações dos accionistas	118
4.3.2 Estrutura do Conselho	119
4.3.4 Ausência de cláusulas anti-OPA	120
4.4. A POSIÇÃO DA OCDE	122
IV – NOVOS CONTRIBUTOS: UMA NOVA ORDEM REGULAMENTAR	125
1. O SARBANES-OXLEY ACT – O DEALBAR DE UMA NOVA ORDEM	129
2. OS OCDE PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE REVISITADOS	133
3. O RELATÓRIO WINTER II E A REFLEXÃO DA UNIÃO EUROPEIA	135
3.1. O CONTRIBUTO SINGULAR DO REINO UNIDO	136
3.2. O RELATÓRIO WINTER II	139
3.3. ESTUDO COMPARATIVO DOS CÓDIGOS DE GOVERNO DAS SOCIEDADES	141
3.4. OS PLANOS DE ACÇÃO DA COMISSÃO EUROPEIA	142
3.5. FÓRUM EUROPEU SOBRE O GOVERNO DAS SOCIEDADES	147
3.6. SITUAÇÕES PARTICULARES NA EUROPA CONTINENTAL	149
3.6.1 Síntese evolutiva na Alemanha	149
3.6.2 Síntese evolutiva em França	151
3.6.3 Síntese evolutiva em Espanha	152
3.7. NOTAS CONCLUSIVAS	155
V – A REALIDADE PORTUGUESA	158
1. O CASO PORTUGUÊS E O SEU ENQUADRAMENTO	159
2. DISPOSIÇÕES LEGAIS DE BASE	162
2.1 AS NORMAS DE DIREITO PÚBLICO	162
2.2 AS NORMAS DE DIREITO PRIVADO	166
2.3 O NOVO CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)	170
3. AS RECOMENDAÇÕES DA CMVM SOBRE O “GOVERNO DAS SOCIEDADES” COTADAS	172
3.1 DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO	175
3.2 EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO E REPRESENTAÇÃO DE ACCIONISTAS	179
3.3 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS	182
3.4 REGRAS SOCIETÁRIAS	183

3.5 ESTRUTURA E FUNCIONAMENTO DO ÓRGÃO DE ADMINISTRAÇÃO	185
4. “CORPORATE GOVERNANCE” EM PORTUGAL: O PERÍODO PÓS 2000	195
4.1 O REGULAMENTO DA CMVM N.º 7/2001	196
4.2 AS RECOMENDAÇÕES DA CMVM – REVISÃO DE 2001	198
4.3 AS RECOMENDAÇÕES DA CMVM – REVISÃO DE 2003	199
4.4 AS RECOMENDAÇÕES DA CMVM – REVISÃO DE 2005	201
4.5 O LIVRO BRANCO SOBRE A <i>CORPORATE GOVERNANCE</i> EM PORTUGAL	205
4.6 AS RECOMENDAÇÕES DA CMVM – REVISÃO DE 2007	208
4.7 TENDÊNCIAS E DESENVOLVIMENTOS. QUE FUTURO?	212
CONCLUSÃO	217
BIBLIOGRAFIA	228

AGRADECIMENTOS

Esta dissertação de Mestrado mereceu uma série de contribuições e apoios, dos quais retirei largos dividendos e aos quais gostaria de manifestar o meu público e sincero agradecimento.

Enumerá-los todos era correr o risco de olvidar alguém que mereceria, sem qualquer dúvida, toda a minha gratidão.

Assim, agradeço primeiro e particularmente ao Dr. Rui Mário Magalhães Gomes Mota, não só pelo seu desempenho na orientação desta dissertação, mas principalmente pela amizade e pelo apoio que sempre me prestou.

Um agradecimento especial é também devido à Universidade Aberta pelos ensinamentos que me proporcionou ao longo da parte lectiva do Mestrado e ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Aveiro, na pessoa do Dr. Joaquim José da Cunha, que me incentivou a levar a cabo esta tarefa.

A todos os outros contributos recebidos, o penhor da minha mais sincera gratidão.

Finalmente, refira-se que apesar dos apoios que tive na elaboração deste trabalho, os seus eventuais erros permanecem na minha única e inteira responsabilidade.

Aveiro, 28 de Agosto de 2000

Joaquim Alberto Neiva dos Santos

ABREVIATURAS UTILIZADAS

AAA	<i>American Accounting Association</i>
AICPA	<i>American Institute of Certified Public Accountants</i>
BM	Banco Mundial
BVL	Bolsa de Valores de Lisboa
CEE	Comunidade Económica Europeia
CEBG	<i>Código de Ética y Buen Gobierno</i>
CEPS	<i>Centre for European Policy Studies</i>
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CICA	<i>Canadian Institute of Chartered Accountants</i>
CFO	<i>Chief Financial Officer</i>
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CNVM	<i>Comisión Nacional del Mercado de Valores</i>
COSO	<i>Committe of Sponsoring Organizations</i>
CRP	Constituição da República Portuguesa
CSA	<i>Canadian Securities Administrators</i>
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DNE	Director não Executivo
EUA	Estados Unidos da América
FEI	<i>Financial Executives Institute</i>
FMI	Fundo Monetário Internacional
GDP	<i>Gross Domestic Product</i>
I&D	Investigação e Desenvolvimento
IAS	<i>International Accounting Standard</i>
IASC	<i>International Accounting Standards Committee</i>
ICAEW	<i>Institute of Chartered Accountants of England and Wales</i>
IIA	<i>Institute of Internal Auditors</i>
IMA	<i>Institute of Management Accountants</i>
IMC	Instituto do Mercado de Capitais
IOSCO	<i>International Organization of Securities Comissions</i>
LSE	<i>London Stock Exchange</i>
NAA	<i>National Association of Accountants</i>

NASDAQ	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotation</i>
NCFFR	<i>National Commission on Fraudulent Financial Reporting</i>
NED	<i>Non Executiv Director</i>
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OAGC	<i>Office of the Auditor General of Canada</i>
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OPA	Oferta Pública de Aquisição
OPI	Oferta Pública Inicial
PCAOB	<i>Public Company Accounting Oversight Board</i>
PIB	Produto Interno Bruto
ROC	Revisor Oficial de Contas
SEC	Securities and Exchange Commission
SGPS	Sociedade Gestora de Participações Sociais
UC	Universidade de Coimbra
UE	União Europeia
UK	<i>United Kingdom</i>

LISTA DE FIGURAS

Figura 1	<i>Elementos de acção directa e indirecta de uma organização</i>	16
Figura 2	<i>Organizações nacionais cotadas por país e seu valor total de mercado no final de 1993</i>	80
Figura 3	<i>Participação média em fusões internacionais e “takeovers” por Estado Membro 1991-1994</i>	81
Figura 4	<i>Rácios de autonomia financeira em alguns países da UE</i>	81
Figura 5	<i>A estrutura accionista em alguns países mais significativos</i>	84
Figura 6	<i>Importância das categorias de “corporate governance” para os investidores institucionais europeus</i>	115
Figura 7	<i>Principais critérios em “corporate governance” para os investidores institucionais europeus</i>	116
Figura 8	<i>Performance em “corporate governance” por país</i>	117
Figura 9	<i>Organizações mais cumpridoras em “corporate governance” por país.</i>	117
Figura 10	<i>Existência de comissões de auditoria, remuneração e selecção por país</i>	119
Figura 11	<i>Intervenções recentes da UE em sede de legislação societária</i>	127-129
Figura 12	<i>Cronologia dos Marcos de Corporate Governance</i>	144-147
Figura 13	<i>Capitalização bolsista dos 10 maiores mercados mundiais e da BVL.</i>	192
Figura 14	<i>Capitalização bolsista das bolsas pertencentes ao projecto Bolsa Europeia</i>	192

INTRODUÇÃO

Em toda a Terra, havia somente uma língua, e empregavam-se as mesmas palavras.

(LIVRO do GÉNESIS, Capítulo 11, Versículo 1)

Eles constituem apenas um povo e falam uma única língua. Se principiarem desta maneira, coisa nenhuma os impedirá, de futuro, de realizarem todos os seus projectos.

(LIVRO do GÉNESIS, Capítulo 11, Versículo 6)

Fenómenos recentes, como o meio envolvente em constante mutação, típico dos nossos tempos, e a evolução rápida da economia para a livre circulação da informação, dos capitais, dos bens, dos serviços, bem como a livre deslocação dos indivíduos e das organizações, conduzem a situações atípicas que estas últimas e os seus gestores enfrentam.

A gestão das organizações profissionalizou-se por todo o globo, criando um novo tipo de importantes relações que até aí eram imperceptíveis ou pouco relevantes. Temos, por isso, e já desde o início do séc. XX, assistido ao divórcio entre proprietários e gestores.

Nas três últimas décadas, tem-se igualmente vivido um processo de internacionalização e globalização da actividade económica como consequência do importante crescimento dos negócios internacionais e do forte desenvolvimento das actividades das organizações multinacionais. Estes factores conduziram, inevitavelmente, a que as organizações sentissem necessidade de adaptar as suas estruturas e sistema de tomada de decisões de forma a poderem atender às novas realidades que vêm surgindo no panorama económico.

Neste contexto, desenvolveram-se acentuadamente grande número de combinações de negócios, que resultaram na criação de organizações diversificadas e com substancial dimensão empresarial. Algumas destas organizações, na tentativa de informarem com segurança e credibilidade os diversos utilizadores da informação financeira produzida, nomeadamente os seus accionistas e (potenciais) investidores, passaram a observar com atenção redobrada a forma como são geridas e se relacionam com agentes internos e externos. Este facto ocasionou o despontar de novos problemas que mereceram de imediato o interesse de variados organismos nacionais e internacionais e das organizações profissionais, essencialmente nos países de cultura anglo-saxónica onde os aspectos relacionados com esta temática têm tido maior desenvolvimento. Acresce que, a internacionalização do mercado de capitais, tal como o incremento das participações directas no exterior das organizações multinacionais, conduziram à necessidade de obtenção de informação financeira e não financeira comparável e tempestiva.

De igual modo, a incerteza e a assimetria de informação colocam problemas de conflitos de interesse nas relações estabelecidas na estrutura organizacional que afectam as funções básicas das organizações e o seu potencial de criação de valor, ao mesmo tempo que tornam necessária a introdução de mecanismos que permitam alinhar interesses e supervisionar as actuações dos agentes. Neste sentido, o interesse centra-se fundamentalmente em dois grupos de agentes com marcado protagonismo sobre a actividade económica empresarial: proprietários e gestores.

Efectivamente, os conflitos de interesses estão na origem da urgência da discussão que tem vindo a ocorrer nesta área e que justifica a importância do tema a tratar.

Por isto, a abordagem do tema proposto é deveras relevante, atendendo aos desenvolvimentos ocorridos nos últimos anos nesta matéria. Reputa-se, por isso, como assunto de grande actualidade e importância, já que, acompanhando a evolução e os desenvolvimentos dos países de vanguarda nesta matéria (designadamente EUA e Reino Unido), também no nosso país a Comissão de Mercados de Valores Mobiliários (CMVM) publicou, em Novembro de 1999, um conjunto de recomendações a observar.

Face à complexidade e abrangência do conceito de “*corporate governance*”¹, têm sido desenvolvidas ao longo do tempo, várias teorias que tentam enquadrar este tema.

A teoria mais desenvolvida e a partir da qual grande parte dos modelos e processos de *corporate governance* têm sido adoptados, é a Teoria da Agência, que contempla a separação entre a propriedade da empresa e a gestão, sendo, por isso, aquela que mais de perto será seguida ao longo do estudo.

Procura-se, sobretudo, responder a algumas questões subjacentes ao conceito que se entendem relevantes:

- Deve o âmbito de aplicação da regulamentação da *corporate governance* abranger todas as sociedades, ou a sua aplicação ser confinada às sociedades com títulos cotados?

¹ A CMVM traduziu a expressão como Governo das Sociedades. Porém, porque se reconhece maior abrangência na terminologia anglo-saxónica decidiu-se mantê-la tal como na sua génese.

- Deve existir legislação específica sobre governo das sociedades com títulos cotados ou proceder-se apenas a uma revisão da actual legislação sobre sociedades?
- A Informação relativa a *corporate governance* deve ser prestada no Relatório de Gestão ou em documento específico?
- A regulamentação em matéria de *corporate governance* deve assumir característica de recomendações propondo um sistema de informação relativo ao tema ou deve assumir a característica de lei obrigando, por isso, a um sistema de informação específico?

Por toda esta ordem de razões julgamos ser oportuno e de grande interesse a abordagem da temática proposta.

Neste contexto, o presente estudo inicia-se com a recolha e sistematização do que recentemente tem sido objecto de abordagem, quer a nível interno quer externo, procurando perceber o seu contributo para o ambiente organizacional presente, destacando os desenvolvimentos dos mercados financeiros e de capitais e a observância das disposições e normas em matéria de *corporate governance*.

Assim, no primeiro capítulo, procura-se evidenciar a importância, dimensão e a aplicabilidade do conceito da *corporate governance*, tendo em conta a transição actual e inevitável da gestão ou do *business management* para a *corporate management*, e o consequente impacto que isso terá na temática proposta., salienta-se a importância e aplicabilidade do conceito. Abordam-se ainda as orientações gerais e as tendências que se têm vindo a sentir no mercado e concluímos o capítulo evidenciando a dimensão do conceito de “*corporate governance*”.

As últimas décadas ficam marcadas, nesta matéria, por constantes actualizações e revisões de posição por parte de muitos países. No segundo capítulo enumeram-se os marcos históricos determinantes para os mais recentes desenvolvimentos.

No terceiro capítulo, analisa-se a situação actual e futura salientando os contornos do

problema e a necessidade de serem aplicadas normas de referência, mais ou menos uniformes, à escala internacional. Em concreto, ter-se-á em atenção aquilo que, em termos básicos, são considerados pelos accionistas, gestores, investidores em geral, institucionais em particular, e de um modo geral todos os agentes intervenientes nos mercados, as melhores práticas em matéria de governo societário. As expectativas de todos estes agentes, muitos operando à escala global, conferem uma nova dimensão às questões colocadas pela *corporate governance*. Destacam-se, por isso, os aspectos relacionados com a nomeação, a independência e formas de remuneração dos directores, o relacionamento com os investidores institucionais, o mercado de capitais e o controlo das organizações, o relacionamento com os auditores, a necessidade de informação financeira e não financeira e a complementaridade dos mecanismos de governo societário.

No quarto capítulo salientam-se os novos contributos e a nova ordem regulamentar, surgido no início do milénio que, partindo de linhas de pensamento e teorias ajustadas aos novos acontecimentos e às necessidades do mundo actual, têm vindo a contribuir para definir novas formas de actuação e para proporcionar novos desenvolvimentos no âmbito da *corporate governance*.

A questão portuguesa e o respectivo enquadramento, e em particular a publicação das recomendações da CMVM nesta matéria, são abordadas no quinto capítulo. Procura-se, aqui, perceber o contexto e a aplicabilidade destes desenvolvimentos à realidade das organizações nacionais e a forma como as instituições nacionais têm acompanhado e percebido a importância desta temática para o desenvolvimento organizacional.

I – A IMPORTÂNCIA E AS MOTIVAÇÕES PARA A “CORPORATE GOVERNANCE”

“Corporate governance” has as ancient a pedigree as the formation of companies.

However, six contemporary developments have provided a focus which makes this the era par excellence of “corporate governance”.

(VINTEN, 1998: p. 419)

Por *corporate governance* entende-se o sistema pelo qual as organizações são directamente geridas e controladas, e tem a ver, no seu essencial, com a sua estrutura específica, a distribuição dos direitos e das responsabilidades pelos diferentes órgãos, tais como gestores, administradores, accionistas e outros grupos de interesse. A transparência e responsabilidade são os seus maiores atributos.

Trata-se, pois, de um conceito de largo espectro que visa abordar todos os meandros da forma como são geridas as organizações, fundamentalmente aquelas que vêm os seus títulos cotados nas bolsas de valores.

Não sendo uma temática recente, já que *podemos buscar as suas origens quando surgiram as organizações de responsabilidade limitada no séc. XIX, e se colocou com particular relevância a necessidade de as legislar e regulamentar* (VINTEN, 1998: p. 419) tem, no entanto, apresentado grandes e novos desenvolvimentos nestes últimos anos.

Atendendo a que, no actual contexto de globalização e situação dos mercados financeiros e de capitais, existe um afastamento crescente entre quem controla a organização e quem é o seu proprietário, o debate tem-se centrado, hoje em dia, em preocupações mais específicas. Estas preocupações situam-se em torno da responsabilidade de quem controla as organizações para com aqueles que têm interesse financeiro residual no sucesso das mesmas, normalmente os accionistas. Porém, com a discussão de quem deve ser considerado *stakeholder*², o conceito pode ser bem mais abrangente.

De acordo com *Vinten* (1998), seis desenvolvimentos contemporâneos marcam o tema da *corporate governance*:

1. Análise económica da situação da organização e dos seus hábitos

Aborda-se aqui a prioridade dada na eventual atribuição de recursos económicos

² Qualquer pessoa física, colectiva ou grupo a quem interesse a vida e o desempenho da empresa.

(escassos) conseguidos pelas organizações em função da sua credibilidade no ambiente próximo, ou quando reúnam condições, mesmo no caso de se registarem perdas, de continuarem a fazer face a todas as necessidades que venham a ocorrer.

2.Redistribuição dos papéis dos sectores público e privado

Esta redistribuição entre os sectores público e privado, especialmente mas não só através das privatizações, e entre o sector público e sector não lucrativo da economia, requer, relativamente ao modo como são dirigidas e detidas nos mercados organizados, confiança pública plena nas organizações. Tal facto conduziu também a que os conceitos de “*corporate governance*” se estendessem a ambos os sectores, públicos e não lucrativos, devendo ser encarados como sectores da economia que deverão ter uma interacção fluida e uma dependência mútua.

3.Confiança pública

As organizações criam empregos, geram receitas fiscais, produzem uma ampla gama de bens e serviços, gerem cada vez mais as poupanças individuais dos particulares e podem ainda, eventualmente, assegurar fundos de pensões após a vida activa dos cidadãos.

À medida que aumenta universalmente a confiança no sector privado, a temática da “*corporate governance*” ganha importância. Em consequência, estes assuntos podem ser avaliados em termos dos níveis de remuneração dos gestores e da forma efectiva como as direcções das principais organizações levam a cabo a tarefa de acompanhar os gestores executivos³.

4.Mudança dos esquemas de pensões “pay-as-you-go” para os fundos de pensões

Assistiu-se recentemente a uma progressiva mudança, na maioria dos países, de esquemas de pensões do tipo *pay-as-you-go*⁴ para uma maior predominância dos sistemas de fundos de pensões. Esta realidade tem como consequência um maior afluxo dos capitais desses fundos aos principais mercados financeiros e de capitais.

³ Atente-se que algumas organizações desmoronaram-se inesperadamente em anos recentes. Veja-se o caso *Barings Bank*, em que provavelmente a falta de acompanhamento dos executivos conduziu à falência daquela instituição centenária.

5. Globalização da economia

A globalização da economia conduziu as maiores organizações para o acesso aos principais mercados internacionais. Por si só, tal facto é sinónimo de uma maior exposição ao risco.

6. Abusos e fraudes à escala global

Os abusos e fraudes, muitas vezes à escala global, conduziram a uma maior consciencialização das insuficiências da *governance* tal como era vista até aqui, exigindo reformas. Atente-se que, até mesmo a forma de operar dentro de um único país deve ser reavaliada.

Porém, existem outras concepções sobre que influências deveriam ser reconhecidas dentro dos sistemas de *governance* derivadas da responsabilidade para com determinados grupos, como sejam, os representantes dos trabalhadores ou até mesmo para com o Estado.

Na última década, o mundo testemunhou transformações significativas do papel desempenhado pelo sector privado no desenvolvimento da economia e na criação de emprego. Paralelamente, cada vez maior número de países adoptaram, e continuam a adoptar, políticas económicas baseadas no mercado. Tal facto aumentou a consciencialização acerca da importância das organizações privadas para o bem-estar dos indivíduos e para o desenvolvimento, adaptação e aperfeiçoamento de todas as categorias de questões características da *governance*.

1. CORPORATE MANAGEMENT vs BUSINESS MANAGEMENT

O conceito clássico de "governo", entendido como acção e efeito de mandar com autoridade ou de dirigir com arte uma comunidade humana, permite retomar a ideia de empresa como uma sociedade de pessoas e não apenas como uma sociedade de capitais ou uma mera organização com fundamentos puramente mecanicistas ou biologicistas. Mais: a ideia

⁴ Frequentemente utilizado pelos sistemas de segurança e bem-estar social estatais.

de "governança" permite aproximar a actividade empresarial dos mais nobres objectivos da actividade política, entendida como arte de governar que precisa do talento dos actores e, por isso, não se deve deixar reduzir a meras técnicas de gestão. Contudo, pelas implicações próprias, esta aproximação poder-se-á também fazer pela negativa: mau governo, desgoverno, fraude, corrupção, etc..

Respeitar os direitos alheios e cumprir os deveres contratuais na empresa é certamente uma meta louvável. Todavia, as exigências éticas não se esgotam no que está estabelecido de forma mais ou menos extensa numa lista de direitos e deveres. O trabalho é actividade de pessoas e a empresa é algo mais que uma organização com fins estritamente lucrativos. Os bons gestores sabem perfeitamente que uma empresa é uma realidade humana complexa na qual a organização é só um aspecto, ainda que fundamental, e que para aceder ao lucro é preciso antes prestar um serviço. Sabem também que o principal contributo da ética para a vida económica e empresarial não é tanto evitar o mal, mas ajudar a fazer mais e melhor.

Um mais e melhor que não se deve limitar aos objectivos intrínsecos da organização, já que há que ter em conta outros interesses que obrigam a ver a empresa à luz da sua integração num ambiente mais vasto e com mais transparência. Um ambiente que cada vez mais exige por parte de todos os interesses em jogo o respeito pelas regras de boa conduta. Daí que, conforme refere *Carvalho* (2000) seja de saudar a tendência para a substituição do *business management* pelo *corporate governance*.

De facto, os termos governo societário (*governance*) e gestão (*management*) que entre nós se prestam a alguma confusão, têm uma expressão bem mais nítida no vocabulário anglo-saxónico. *Management* significa basicamente a gestão da organização, em termos dos seus objectivos intrínsecos, ou seja do seu objecto social e dos programas e orçamentos aprovados pela assembleia-geral e cometidos na sua execução aos respectivos gestores. Já a *governance* tem um âmbito mais amplo e exige a ponderação de outros interesses, os dos sócios/accionistas em contraponto com os interesses da organização, dos trabalhadores e da sociedade em geral. Como refere *Carvalho* (2000):

A percepção desta distinção é relevante, pois permite equacionar que a empresa não constituiu um epicentro de interesses meramente privados, à margem do interesse público da colectividade representada pelo Estado, mas antes, a empresa, é também um sujeito de

cidadania, e consequentemente titular de direitos e deveres para com a comunidade social em que se insere. Neste enquadramento integral e integrado coexistem pois normas de Direito Privado e de Direito Público que pautam os comportamentos da gestão, que ganha assim uma dimensão mais ampla e transcendente de interesses privados, para se filiar na sujeição a objectivos de satisfação do interesse público também.

(CARVALHO, 2000: p. XIV)

A gestão terá agora que equacionar outros interesses, externos à organização, os quais devem ser devidamente ponderados e em função disso influenciar de alguma forma determinadas tomadas de decisão, de tal modo que estas se situem ao nível da orientação geral (*governance*), e não apenas ao nível da administração em concreto (*management*).

Estas questões trouxeram à ribalta outras situações relacionadas com as relações entre os vários agentes intervenientes na vida das organizações. O mundo dos negócios, hoje em dia, não se compadece com critérios de hierarquia familiar e tradição relativamente à sua gestão. Esta tem de ser cada vez mais profissionalizada e desempenhada por pessoas especialmente preparadas para tal.

Sendo o conceito de “*corporate governance*”, como se referiu, bastante complexo e abrangente, desenvolveram-se ao longo do tempo, várias teorias tendentes a enquadrar o tema. Neste âmbito, as teorias mais relevantes são a *Stewardship Theory*, a Teoria da Agência (*Agency Theory*) e a *Resource Dependence Theory*.

A *Stewardship Theory* defende que os executivos tendem a actuar mais no interesse da organização, que consideram uma extensão de si próprios, do que no seu próprio interesse. Nesta teoria, os executivos valorizam mais os aspectos de auto-reconhecimento, prestígio, realização profissional, responsabilidade, altruísmo, crenças, respeito pela autoridade e a motivação intrínseca pela satisfação na realização das suas tarefas.

No campo oposto, surge a Teoria da Agência que contempla a separação entre a propriedade da empresa e a gestão. A base da Teoria da Agência reside na motivação dos actores individuais para a maximização da sua “utilidade”, pelo que a relação entre os accionistas e os gestores será sempre problemática. A grande questão reside no seguinte:

como é que os accionistas evitam que os gestores maximizem a sua própria utilidade. Como os mercados não são completamente eficientes, nomeadamente no âmbito das assimetrias de informação, os “*agency theorists*” consideram que os gestores tendem a defender os seus interesses e não os dos accionistas. Nesta perspectiva, o equilíbrio só se obtém quando os gestores de topo detêm acções das empresas. Tanto a Teoria da Agência como a *stewardship theory* são voltadas para o interior da organização.

Em contrapartida, a *Resource Dependence Theory* toma em consideração os sistemas abertos em que as organizações se inserem, as transacções com o seu meio envolvente, e os constrangimentos que advêm das redes de interdependência com outras organizações. Nesta teoria, *corporate governance* refere-se à construção de organizações de sucesso que possuem estruturas e interesses que se relacionam de modo eficiente com o seu meio envolvente.

Muito embora estas perspectivas, os principais desenvolvimentos têm-se centrado na Teoria da Agência, sendo não só a mais desenvolvida, mas aquela onde grande parte dos modelos e processos de *corporate governance* assentam.

Os actuais códigos de conduta e bom governo societário por esse mundo fora, deixam clara a crescente preocupação para garantir a correcta gestão das organizações, especialmente das organizações com títulos cotados e das que vêm o seu capital repartido por acções, onde a propriedade e o controlo estão claramente diferenciados. Como refere *Andrés Alonso* (1998), “*Não basta ter a condição de proprietário, deter votos nas assembleias-gerais de accionistas e ocupar um lugar no Conselho de Administração para afirmar o “bom governo da organização”*”⁵. Daqui decorre que o “*faró*” para o negócio do proprietário, sucessor hierárquico do fundador, todo-poderoso e bem sucedido, vai cada vez mais rareando, dando lugar a novas relações no seio das organizações.

A denominada relação de agência⁶ tem tido, ao longo do tempo, várias justificações

⁵ ANDRÉS ALONSO, 1998: p. 25

⁶ De acordo com a teoria de agência “*uma relação de agência ocorre quando o principal delega alguns direitos – por exemplo, direitos sobre a utilização de recursos – a um agente que está obrigado através de um contrato (formal ou informal) a representar os interesses do principal em troca de uma remuneração de qualquer espécie*” (EGGERTSSON, 1995: pp.40-41).

para a sua existência. *Adam Smith*, no séc. XVIII, referia-se a este tipo de relação afirmando que *as grandes sociedades por acções constituíam uma forma menos eficaz de organização económica devido à separação entre os dirigentes encarregados da gestão e os proprietários.*⁷

Também no século XX (1932), *Berle e Means*⁸ referem-se à crise do capitalismo pelo aparecimento de uma forma de propriedade caracterizada pela separação dos órgãos encarregados das funções de propriedade e direcção.

Assim, é esta separação entre proprietários e gestores que constitui a forma singular da relação entre um mandante⁹ e um mandatário¹⁰, que se denomina relação de agência ou relação de mandato. A esta definição estão associados, naturalmente, de forma implícita ou explícita, os conceitos de contrato, representação ou delegação.

Jensen e Meckling designam o contrato entre o proprietário-gestor e os accionistas como relação de agência. Definem a relação de agência como *um contrato sobre o qual um ou mais principais contratam outros indivíduos (os agentes) para desenvolver algum serviço por parte dos principais, o que envolve o poder de delegar algumas tomadas de decisão ao agente*¹¹. Desta forma, aqueles autores alargaram o campo de aplicação desta teoria a todas as formas de cooperação, evitando o problema da identificação do principal e do agente. Na verdade, tal relação de cooperação colocou o problema de agência sob diversas condições, nas quais se destaca a existência de divergência de interesses entre o principal e o agente.

O *Chartered Institute of Management Accountants* (CIMA) define a relação de agência como a *hipótese que tenta explicar elementos do comportamento organizacional através da compreensão das relações entre os principais (accionistas, por exemplo) e os agentes (gestores e contabilistas, por exemplo). Pode existir um conflito entre acções tomadas pelos agentes no seu próprio interesse, e as acções que interessariam aos principais.*

⁷ Citado por (COELHO, 1998: p. 255).

⁸ Citado por (COELHO, 1998: p. 255).

⁹ O proprietário.

¹⁰ O gestor, identificado como agente do proprietário.

¹¹ Citado por (ROSS, 1986: p. 180).

Sabe-se que as organizações são importantes porque proporcionam aos trabalhadores uma fonte de sobrevivência e, dependendo do estilo e da eficácia dos seus gestores, satisfação e auto-realização pessoal. A maioria de nós tende a associar oportunidades de carreira com organizações empresariais mas, na verdade, muitas outras organizações, como igrejas, repartições públicas, escolas e hospitais também oferecem carreiras compensadoras. Como relembra Stoner (1995), “*A gestão já foi chamada de a arte de fazer coisas através de pessoas. Esta definição, dada por Mary Parker Follet, chama a atenção para o facto de que os gestores alcançam os objectivos das organizações conseguindo que outros realizem as tarefas necessárias - e não realizando eles próprios as tarefas.*” (STONER, 1995: p. 5)

As organizações são necessárias porque, acima de tudo, servem a sociedade. Permitem que realizemos objectivos que sozinhos não conseguiríamos alcançar, preservam o conhecimento e proporcionam carreiras. O alcance dos objectivos da organização irá depender do desempenho dos gestores, da sua eficácia¹² e da sua eficiência¹³.

Atendendo ao modelo de *Katz*, a gestores de níveis diferentes são exigidas competências diferentes, sendo que, os de nível inferior precisam de mais competências técnicas do que os de nível superior; estes últimos necessitam mais de competências conceptuais. Porém, num ponto as competências têm forçosamente de convergir: os gestores de todos os níveis carecem de competências humanas.

De acordo com *Mintzberg*, para conduzirem as organizações rumo aos seus objectivos, os gestores adoptam uma grande variedade de papéis: interpessoais, transmissores de informação e decisórios. Hoje em dia, os gestores enfrentam o desafio de fazer frente à competição a nível internacional, aumentar a produtividade e tomar decisões que interessam à sociedade em geral. Para enfrentar esses desafios, os gestores precisam de desenvolver a sua visão de longo prazo da organização e do lugar que a mesma ocupa no mundo. Precisam considerar a ética e os valores nas suas tomadas de decisão e necessitam dos talentos da população multicultural.

¹² A *eficácia* implica escolher os objectivos *certos*. Na verdade, diz *Drucker* (cf. STONER, 1995: p. 5), a eficácia é a chave para o sucesso de uma organização. Assim, antes de nos podermos centrar na eficiência, precisamos descobrir quais são as coisas certas a fazer.

¹³ A *eficiência* será a capacidade de executar correctamente as tarefas. Os gestores que conseguem minimizar o custo dos recursos necessários para alcançar os objectivos agem com eficiência.

Neste sentido, as exigências práticas à gestão mostram que esta evoluiu. Na primeira metade deste século a gestão centrava as suas preocupações no ambiente interno das organizações, e tendia a menosprezar a importância do ambiente externo. Os gestores podiam fazê-lo porque a maioria das organizações da primeira metade do século XX operava num ambiente relativamente estável e previsível. Hoje em dia, o ambiente externo passa por mudanças contínuas e rápidas, de crescente incerteza, com repercussões de longo alcance sobre as organizações e as suas estratégias de gestão. As organizações asiáticas e europeias surgiram como fortes competidoras num mercado global, até aqui essencialmente sob o domínio americano, e a mudança tecnológica rápida e amplamente difundida tornou-se regra. De facto, as novas tecnologias de processamento de informação tornaram possível eliminar milhares de empregos associados à gestão intermédia, obrigando a definir e a compreender as novas formas organizacionais. Além disso, os papéis dos sectores privado e público têm contornos menos definidos. Os estilos de vida dos consumidores, a demografia dos trabalhadores e os regulamentos governamentais também estão em mudança.

Ao mesmo tempo, mudaram os padrões pelos quais são avaliados os gestores. Antigamente, às organizações, bastava maximizar os lucros¹⁴, e os gestores eram julgados pelo modo como realizavam os interesses dos accionistas. Agora, as organizações devem responsabilizar-se não apenas pelos accionistas, mas também por uma comunidade maior e mais variada de *stakeholders*. Os interesses e as correlações de forças exercem mais pressão nas organizações e condicionam as suas decisões. Hoje, mais do que nunca, os gestores sofrem pressões cada vez maiores para prever e responder a grande quantidade de forças externas, e sobretudo para pensar globalmente.

Para compreender o ambiente externo e os seus efeitos sobre as organizações, devemos considerar alguns conceitos da teoria dos sistemas. Uma das suposições básicas dessa teoria é a de que as organizações não são auto-suficientes nem independentes. De facto, elas trocam recursos com o ambiente externo e dependem dele. O ambiente externo é constituído por todos os elementos fora da organização que são relevantes para a sua operação. Assim, as

¹⁴ Típico do *Business Management*.

organizações captam *inputs*¹⁵ no meio ambiente externo, transformam-nos em produtos ou serviços, e em seguida devolvem-nos de regresso a esse mesmo meio sob a forma de produtos. A figura seguinte delimita a imagem ambiental de uma organização e mostra a influência dos elementos de acção directa e indirecta.

O ambiente externo tem elementos de acção directa e de acção indirecta, por exemplo, os *stakeholders* influenciam directamente as organizações, de modo que são elementos do ambiente de acção directa. Alguns deles são considerados *stakeholders* internos¹⁶, enquanto outros são considerados *stakeholders* externos¹⁷. Os elementos de uma sociedade afectam o ambiente no qual uma organização actua e têm o potencial de se tornarem elementos de acção directa. O impacto prático de determinado elemento sobre uma organização determina o tipo de *stakeholder* e, conseqüentemente, a que nível fazem parte integrante do ambiente de acção directa da organização.

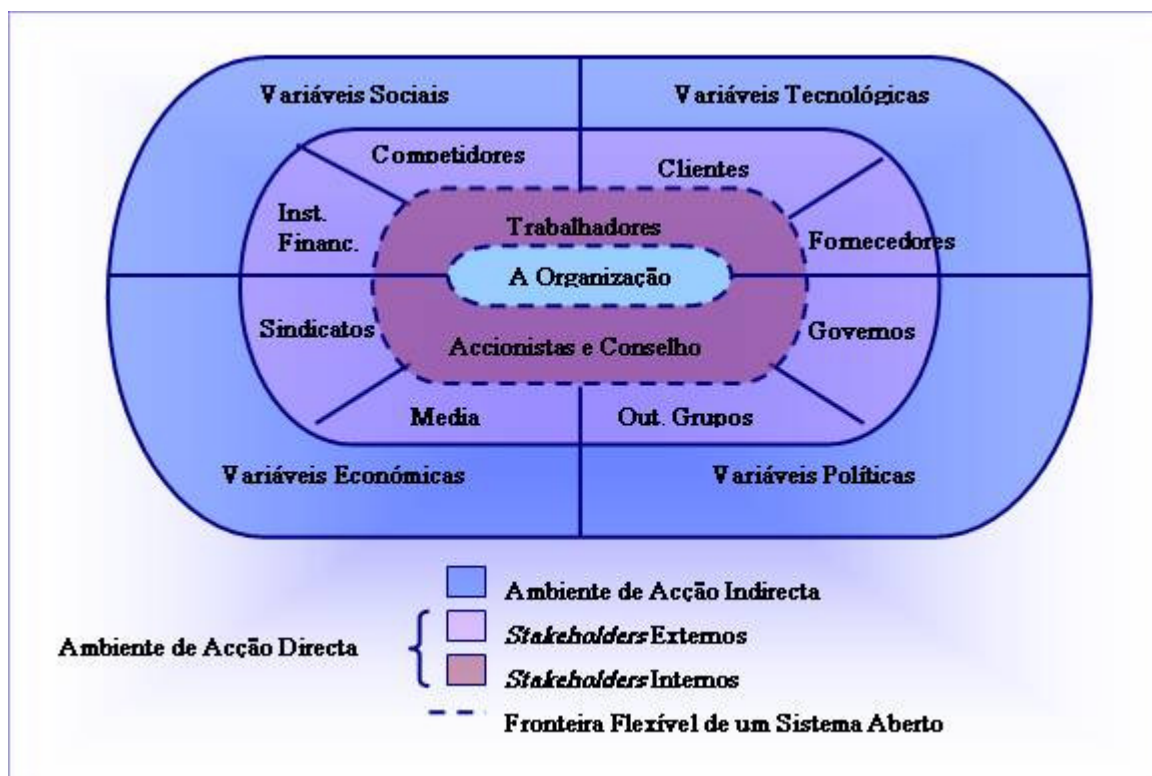


Figura 1: Elementos de acção directa e indirecta de uma organização

Fonte: STONER, 1995: p. 47

¹⁵ Matérias-primas, dinheiro, mão-de-obra e energia.

¹⁶ Como por exemplo os empregados e os accionistas.

¹⁷ Como clientes e concorrentes.

Em suma, hoje em dia, são os problemas de agência e de responsabilização dos gestores perante os *stakeholders*, em particular, e face à sociedade onde a organização opera, no geral, as delegações de competências e, fundamentalmente, as questões éticas que se colocam com grande acuidade nos relacionamentos típicos da vida organizacional e que renovam a importância das questões da *corporate governance*.

Acresce o facto de que, em torno do globo, a forma de gerir e controlar as organizações é necessariamente diferente de região para região, e até mesmo de país para país, fruto de variadíssimos factores tais como: a cultura; o ambiente externo nas suas variadas facetas (económicas, políticas, sociais e tecnológicas); o regime legal; e as influências de outros países próximos. Reforça-se, por isso, a importância da teoria da contingência e do ambiente organizacional nos actuais modelos de gestão.

De salientar que, nos últimos anos, a análise dos problemas gerados com a delegação dos direitos de decisão não é alheia à estrutura institucional em que as organizações desenvolvem as suas actividades e onde os sistemas financeiros e legais assumem um papel activo.

2. A IMPORTÂNCIA DA APLICABILIDADE DA “CORPORATE GOVERNANCE”

Os desenvolvimentos recentes exigidos pelos mercados cada vez mais globais e integrados, levaram a que, à escala global, as Bolsas de Valores começassem a exigir a adopção por parte das organizações com títulos cotados de padrões de *governance* mais ou menos uniformes. Basicamente podem considerar-se dois sistemas com características muito próprias: o sistema anglo-saxónico e o sistema continental. Porém, qualquer que seja o sistema adoptado, ambos assentam em dois pilares fundamentais, o da transparência e o da responsabilidade para com os accionistas, e conduzem, em última instância, à maximização do valor accionista a longo prazo. Para além disso, promovem o equilíbrio dos poderes dos *stakeholders* e são fundamentais para assegurar o desenvolvimento são e forte da organização.

O investimento nos mercados actuais tem sido caracterizado pelo crescimento da predominância dos investidores institucionais: não somente aumentaram as suas participações accionistas em organizações domésticas, como também incrementaram as suas participações em organizações além fronteiras numa tentativa de diversificação do risco e de evitar a sua concentração, uma vez que são frequentemente restringidos pelas legislações nacionais, especialmente no caso dos fundos de pensões e das companhias de seguros.

Outra razão, no espaço europeu, tem a ver com a introdução do euro, com a sua capacidade de tornar os mercados mais transparentes e de reduzir os custos de transacção, preparando o terreno aos investidores de toda a Europa para terem uma visão externa mais ampla e abrangente das oportunidades de investimento, da que teriam se estivessem somente limitados aos seus países.

Também ao nível das organizações, é claro que a procura de bens e serviços nos mercados internacionais e a satisfação dessas necessidades por produtores globais não lhes permite socorrerem-se unicamente da sua própria área nacional de influência. Para além disso, a necessidade de abastecer com bens e serviços a “aldeia global” em que o mundo se tornou, bem como a de apoiar os próximos desenvolvimentos expansionistas, conduzirá as organizações do mundo inteiro para competição pelos capitais a um nível internacional. Por tudo isto, as forças do mercado tornaram-se globais e conduziram, e continuarão a conduzir no futuro próximo, muito provavelmente, à harmonização em matéria da *corporate governance*.

Por outro lado, os investidores institucionais começaram a ser os principais agentes a actuar nos mercados bolsistas e clamam por um aumento de boas condutas de *corporate governance*. Estão convictos de que boas normas de *governance* contribuem significativamente para o aumento do valor por acção (VPA) a longo prazo, por força da divulgação das acções do conselho de administração e do adequado controlo dos seus negócios, contribuindo dessa forma para a redução do risco percebido da organização.

Como os investidores institucionais investem geralmente dentro do seu próprio ambiente, o activismo nos mercados domésticos em matéria de *corporate governance* está

igualmente a aumentar, resultado, fundamentalmente, de experiências negativas desde o começo da década, como sejam, fraudes, má gestão, ou políticas remuneratórias controversas. Os investidores institucionais sentem, agora, mais do que nunca, a necessidade de implementar e adoptar uma posição activa nos assuntos da *governance* que afectam os seus investimentos.

Além disso, como já se referiu, o interesse crescente pelos mercados externos exige às instituições a avaliação do desempenho ao nível da *corporate governance* no estrangeiro. *Porém, entre os investidores institucionais europeus esta tendência está ainda numa fase muito primária de desenvolvimento* (VINTEN, 1998: p. 431).

Com impacto em assuntos comuns à economia e à globalização dos negócios, a *corporate governance*, um termo virtualmente desconhecido há vinte anos atrás, entrou agora no domínio público ao nível dos mercados mundiais. Os contextos podem diferir; porém, apesar disso, os principais assuntos soam familiares a todos eles e poderão funcionar como prática corrente mundial¹⁸.

Alguns dos detalhes estão agora a começar a ser discutidos e existem interessantes variações e adaptações dos sistemas existentes em alguns países, na senda da desejada harmonização. Como refere *Vinten* (1998), *muita da necessidade de incentivar uma corporate governance firme assenta nas definições de gestão satisfatória, de director, de accionista e da eventual informação para os stakeholders. A definição concreta das responsabilidades e esfera de acção da profissão de contabilista é uma primeira via para satisfazer essa necessidade.*

É reconhecido que as organizações adoptam estratégias arriscadas como forma de controlo, caso dependam das divulgações imprevisíveis dos *whistleblowers*¹⁹, embora seja um dispositivo de controlo satisfatório para encorajar e recompensar o *whistleblowing* interno.

¹⁸ Os esforços do relatório *Cadbury* no Reino Unido e a publicação do corpo de princípios da OCDE são disso bons exemplos.

¹⁹ Indivíduos que publicamente difundem informações sobre a organização que, à partida, a organização não quereria ver divulgadas. Os *whistleblowers*, são, por norma, funcionários da organização e podem difundir aquelas informações internamente (por exemplo, para outras pessoas dentro da organização visada) ou externamente (mídia, etc.).

Ora, forçosamente, ter-se-á que *reconhecer tudo isto como uma área natural de qualquer sistema de corporate governance* (VINTEN, 1998: p. 431).

Neste capítulo, o controlo interno assume-se como um conceito crucial, onde quer que a semântica possa conduzir, apresentando-se como uma área onde profissionais como contabilistas e auditores terão uma palavra a dizer no aconselhamento e ajuda na formulação dos dados sujeitos a auditoria, levadas a cabo quer pelos auditores internos quer pelos externos.

De acordo com *Vinten* (1998), o *Foreign and Corrupt Practices Act* conduziu a um aumento na utilização de auditores internos nos anos de 70. Não existe nenhuma razão para que a *corporate governance* não deva conduzir, igualmente, a um crescimento real do papel que pode ser desempenhado conjuntamente pelo auditor interno e pela contabilidade de gestão, no sentido de ser obtida uma base de informação satisfatória em várias áreas, designadamente, a da determinação da remuneração dos executivos, à luz das circunstâncias típicas da organização.

Como fica exposto, o grande problema centra-se em conseguir sistemas de *governance* convergentes, com um mínimo de harmonização, mas mantendo a sua identidade própria. A probabilidade de convergência dos vários sistemas de *corporate governance* fará com que, no essencial, eles se tornem idênticos numa base global. São conhecidas e defendidas uma grande variedade de posições neste contexto. Uma delas deriva do crescimento económico à escala global. As organizações de todo o mundo estão a ser pressionadas para adoptarem sistemas uniformes tendentes a estabelecer as melhores práticas de governo societário. Por outras palavras, nesta perspectiva, e de acordo com *Einsenberg* (1999), o “*governo das sociedades*” é uma tecnologia, semelhante aos sistemas de inventário, ou a qualquer outro sistema de trabalho.

As organizações que não adoptem as melhores tecnologias de corporate governance não sobreviverão, porque comparativamente com as organizações que as adoptarem:

- *a sua eficiência será menor;*
- *o seu custo de capital será maior; ou*
- *verificar-se-ão ambas as situações.*

A partir daí há uma só uma tecnologia óptima de governance, ou seja, deve existir uma convergência global do sistema de governance. Chamarei a esta posição o Modelo de Selecção Natural²⁰.

Uma posição diametralmente oposta é aquela que defende a não convergência dos sistemas de corporate governance, em virtude de existirem obstáculos significativos para a mudança dos sistemas de governo societário típico das várias nações.

Os defensores desta posição normalmente assumem que os factores históricos determinam que em parte o sistema de governo societário tal como é entendido pela comunidade anglo-saxónica não deverá ser já introduzido.

Esta posição baseia-se em grande parte no conceito de dependência relativamente à envolvente externa. Devem estar reunidas algumas condições iniciais como ponto de partida.

(EINSENBURG, 1999: p. 1)

Uma das razões pelas quais os pontos de partida influenciam neste contexto consiste no facto do sistema de *governance* existente em determinado país poder beneficiar determinado tipo de intervenientes no mercado²¹. Assumindo que os benefícios para determinado grupo de interesse em determinado país sejam inadequados e ineficientes, no sentido da eficiência, o sistema de *governance* deveria ser mudado. Ora, tal mudança provavelmente opor-se-á aos interesses do grupo até então favorecido, o qual até aí tinha beneficiado do sistema existente. Então, por certo, a oposição deste grupo vai provavelmente ser muito mais forte do que o seu apoio à mudança. Atente-se que, o resultado do efeito de perda ocasionado pela mudança é sentido pelo grupo até aí favorecido muito mais fortemente que um fracasso ocasionado pela aplicação do sistema anterior que o favorecia. A força desta oposição resultará especialmente da posição do grupo favorecido, que tipicamente consubstancia um grupo próprio com influência política.

Para além do mais, pelo menos alguns tipos de alterações em *corporate governance* requerem um período de adaptação, ou pelo menos alguma complacência ao nível dos vários

²⁰ *Natural Selection Model.*

²¹ Por exemplo, o sistema de *governance* do país “A” pode beneficiar mais os gestores que o sistema de *governance* do país “B”; o sistema de *governance* do país “C” pode remunerar mais o trabalho do que o sistema de *governance* do país “D”; e assim por diante.

grupos de interesse na vida das organizações, onde uma mudança irá originar perturbação na posição de determinado grupo mais favorecido. Ora, tal adaptação ou aceitação pode não ser bem-vinda. Esta posição, diametralmente oposta ao Modelo de Selecção Natural, designa-se por Modelo do Caminho Dependente²².

Os defensores deste modelo de dependência acreditam que as forças do modelo de selecção natural não operam necessariamente de forma efectiva em *corporate governance*, já que organizações com estruturas de *governance* ineficientes podem competir caso tenham outras vantagens que compensem a situação²³. Além disso, os efeitos ineficientes de um determinado regime de governo societário são compensados frequentemente através de mecanismos complementares. Como refere Eisenberg (1999), *por exemplo, se for impossível ou ilegal num determinado país para um investidor institucional possuir um lote significativo de acções numa organização detida maioritariamente pelo Estado, podem surgir instituições secundárias caso isso facilite a coordenação entre investidores institucionais* (EINSENBURG, 1999: p. 2). Atente-se que as complementaridades podem reforçar, em vez de diminuir, as regras problemáticas de *corporate governance*²⁴.

Outro elemento que pode dificultar a convergência global é o facto de raramente existirem argumentos irrefutáveis de que um único sistema de *corporate governance* seja o melhor, porque a distorção na medida de eficiência de um sistema de “*governo de sociedades*” é tão grande que é difícil para que, de forma peremptória, se possa concluir que determinado tipo de governo seja preferível a qualquer outro.

Finalmente, um sistema de “governo de sociedades” é uma instituição social e, como outras instituições sociais, é provável que reflecta a cultura do meio onde está inserido. Assim, a cultura indígena do meio pode rejeitar importações e transposições de outros sistemas de governo societário.

²² Cf. EISENBERG, Path Dependence Model.

²³ Por exemplo, se a força de trabalho no país “G” for especialmente bem formada, qualificada, e motivada, as organizações do país “G” podem efectivamente concorrer, ou até mesmo competir, com empresas do país “H”, que tenham um melhor nível de *corporate governance* mas possuam uma força de trabalho com menos formação, qualificação, ou motivação.

²⁴ Por exemplo, se as normas de contabilidade permitem que a contabilidade não seja transparente, uma mudança em determinadas regras de *corporate governance* podem limitar esse efeito.

Em síntese, quer o modelo de selecção natural quer o modelo de caminho dependente têm elementos de verdade, mas ambos têm de ultrapassar contrariedades quando se pretendam introduzir alterações e adaptações.

Um dos problemas básicos de ambos os modelos é a assunção de que a *corporate governance* seja um único sistema, e que somente um único sistema de *governance* será ou não adoptado. Porém, de facto, o “*governo das sociedades*” consiste numa série de componentes, muitos deles encadeados de forma estreita, não existindo limites estanques entre eles.

Um segundo problema básico a ambos os modelos é que tanto um como outro assumem que o sistema de *corporate governance* em determinado país se aplica uniformemente a todas as organizações, ou pelo menos a todas as organizações de determinada classe. Também isto está incorrecto. Organizações diferentes em que o capital esteja publicamente disperso em um mesmo país podem ter sistemas de *governance* diferentes. É provável encontrar-se convergência global nalguns componentes do governo societário, embora talvez não em todo o sistema de governo, e entre algumas organizações, mas decerto não em todas as organizações.

A necessidade de linhas mestras directoras de actuação ao nível da *governance* é uma verdade insofismável. Esta é a grande realidade. Ambos os modelos, o de selecção natural e o do caminho dependente têm elementos de verdade: torna-se, por isso, improvável haver convergência global plena nos processos de *corporate governance*. Porém, uma vez que cada modelo ultrapassa contrariedades quando pretende alargar o seu âmbito de acção, é provável que possa existir alguma, talvez mesmo forte, convergência nas formas de governo. Será por certo esta a via, será, por certo, assim o futuro.

3. FACTORES RELEVANTES EM MATÉRIA DE “CORPORATE GOVERNANCE”

Um pouco à semelhança das Teorias da Contingência da Gestão das Organizações, não há modelos únicos, nem melhores, para estruturar a forma como são governadas as organizações. Os diferentes sistemas legais, estruturas organizacionais institucionais e

tradicionais têm como consequência, neste âmbito, a utilização de diferentes abordagens consoante a tipicidade e características do ponto do globo em que a organização opera. Não obstante, é comum a todos os regimes o alto grau de prioridade dado aos interesses dos accionistas que confiam as suas aplicações em organizações, para que os seus investimentos tenham uma melhor rendibilidade.

É igualmente constatado que as organizações de maior sucesso reconhecem que a ética empresarial e as preocupações da sociedade com os aspectos de interesse social e ambientais das comunidades, nas quais operam, podem ter um forte impacto na reputação da organização a longo prazo. A competitividade e o êxito são o resultado final do trabalho de equipa, onde se incluem também as contribuições dos trabalhadores e de outros agentes.

As recentes propostas das Comissões de Segurança das mais importantes Bolsas de Valores, apontam para a passagem da responsabilidade de auditoria para um comité de auditoria constituída por membros não executivos. O argumento é o de que se o elevado peso de monitorar as demonstrações financeiras e relatórios associados for delegado num comité de auditoria constituído por estranhos, a gestão global e a gestão da qualidade das organizações sairiam diminuídas.

Todavia, de uma forma genérica, todos os desenvolvimentos recentes em matéria de regulamentação da *corporate governance* enfatizam determinadas questões fundamentais no seu âmbito, as quais se apresentam a seguir.

3.1. REGRAS ESTRUTURAIS

Entre as regras mais importantes de *corporate governance* situam-se as regras estruturais que respeitam à natureza e poderes de governação dos órgãos sociais e ao modo como esses órgãos são constituídos²⁵.

As regras estruturais, embora extremamente importantes, são somente uma parte de um sistema de *corporate governance*. Para além delas, torna-se também necessário incluir um

²⁵ Por exemplo, as regras em matéria de relacionamento entre o Conselho de Administração e os principais executivos e sobre a composição daquele Conselho.

determinado número de outros componentes que entram em duas categorias gerais, embora sobrepostas:

1. componentes que respeitam à forma como as organizações são individualmente governadas, e
2. componentes que respeitam ao funcionamento de um sistema nacional de *corporate governance*.

3.2. INSTITUIÇÕES ECONÓMICAS E SOCIAIS

Um outro componente da *corporate governance* tem a ver com as instituições sociais e económicas existentes no meio ambiente onde a organização actua.

O fundamental para estas instituições é: a natureza dos mercados de capitais, a estrutura bancária e outros instrumentos de obtenção de crédito, a tendência, ou falta dela, para as organizações se associarem e as condições de tal associativismo, o papel dos trabalhadores e a natureza da padrão accionista²⁶, particularmente, o grau pelo qual o capital se encontra concentrado ou disperso, a dimensão da participação dos investidores institucionais, e o papel dos investidores institucionais. Como refere *Eisenberg*:

Por exemplo, o mercado de valores nos Estados Unidos é extremamente líquido e eficiente, e confere um papel relevante à corporate governance, mas os bancos tradicionalmente estiveram relativamente limitados devido à sua dimensão e também à sua capacidade e disposição para desempenharem um papel significativo em corporate governance.

Em contraste, na Alemanha e no Japão os bancos pensaram (talvez incorrectamente) desempenhar tais papéis. De modo análogo, os trabalhadores conseguiram regras especiais de corporate governance na Alemanha, como resultado da co-determinação, e no Japão, como resultado da tradição de emprego vitalício (embora aquela tradição tenha vindo a decair).

Em contraste, a força laboral desempenha um papel muito pequeno na corporate governance americana.

(EINSENBURG, 1999: p. 3)

²⁶ *Shareholding patterns.*

3.3. OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO HOSTIS

A forma como as ofertas públicas de aquisição (OPA) se encontram regulamentadas constitui também um importante componente da *corporate governance*. Tal facto ocorre por duas razões: podem transferir recursos sob a forma de mais-valias para terceiros; e porque a ameaça de uma OPA pode induzir a administração a maximizar lucros para a evitar.

3.4. INFORMAÇÃO

Outro importante componente consiste nas regras que regulam a informação financeira e a informação acerca de acontecimentos significativos ao nível do negócio. Estas regras têm cabimento em várias categorias: regras relativas à divulgação de acontecimentos significativos do negócio; regras contabilísticas; e regras associadas ao papel formal de auditores, tais como as relativas à forma como são eleitos ou designados, como são remunerados, como se podem desvincular e a quem reportam na organização.

A informação é uma componente essencial da *corporate governance*. A divulgação contínua e plena de informações dá substância aos direitos dos accionistas pela concessão de informação essencial para o exercício dos seus direitos. É, por isso, efectivamente, um importante mecanismo por induzir os gestores a administrar melhor, uma vez que os força a confrontar realidades desagradáveis mais cedo. Em suma, a divulgação apoia e pode mesmo até certo ponto tomar o lugar de mecanismo regulador de conflitos de interesses.

3.5. NORMAS SOCIAIS

As normas sociais são também um importante componente da *corporate governance* tornando-se pertinentes para os diversos actores que gravitam em torno das organizações. Por exemplo, o nível de cuidados no âmbito da gestão e da lealdade podem ser determinados muito mais pelas normas sociais do que através de regras obrigatórias.

3.6. O OBJECTIVO DA ORGANIZAÇÃO

Um último componente da *corporate governance* consiste no objectivo para os quais são pensadas as organizações de determinado país, em particular, se o objectivo é a

maximização do lucro dos accionistas ou servir ambos os interesses, accionistas e alguns ou todos os agentes envolvidos na organização, como trabalhadores e credores.

4. A DIMENSÃO DO CONCEITO DE “CORPORATE GOVERNANCE”

Mas até onde se estende a noção de *corporate governance*? Procura-se analisar aqui os principais mecanismos da estrutura de *corporate governance* e verificar se os mecanismos e estrutura que actualmente existem possibilitam atingir conjuntamente as metas da organização e da responsabilidade social.

Seguindo a estrutura do *corporate governance* identificada por *Keasey e Wright* (1993)²⁷, os principais mecanismos a considerar são os directores e o Conselho de Administração²⁸; os investidores institucionais; os auditores, a auditoria e a informação contabilística; e o mercado de controlo organizacional. Analisar-se-ão ainda, até que ponto, os mecanismos de *governance* interagem entre eles como sucedâneos e/ou complementos dentro um sistema de *corporate governance*.

4.1. OS DIRECTORES E O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

4.1.1 A Estrutura do Conselho

As preocupações relativas à existência de um efectivo sistema de *corporate governance* reflectem, em parte, uma falha do mecanismo de controlo organizacional interno. O principal mecanismo de controlo interno é alicerçado no facto da organização estar dotada de um conjunto de directores, sendo o equilíbrio entre directores internos e externos um assunto primordial. Em contraste com a prática nos EUA, a maioria dos conselhos das organizações europeias, incluindo os do Reino Unido, são essencialmente constituídos por directores executivos, o que consequentemente em nada clarifica a distinção entre directores e administração.

²⁷ Cf. (SHORT, 1999: p. 337).

²⁸ Incluindo a estrutura do conselho de administração, a remuneração dos directores e a propriedade dos directores.

Os directores não executivos (DNE)²⁹, ou directores externos³⁰, têm, fundamentalmente, dois papéis: o de consultores estratégicos e o de observadores da organização. Uma questão chave do problema é a natureza contraditória destes papéis, isto é, será que o mesmo indivíduo pode efectivamente executar ambos os papéis?

Fama (1980) e Fama e Jensen (1983) interrogam-se se os DNE têm incentivos para monitorar as actividades dos directores executivos por força da necessidade de manterem as suas reputações como «peritos de decisão» no seu mercado de trabalho (SHORT, 1999: p.339). Porém, o funcionamento do mercado de trabalho dos DNE pode estar comprometido quando a sua contratação for efectuada por valores elevados e por iniciativa dos directores executivos. Aí, a independência começa a ser posta em causa e o papel de “fiel da balança” atribuído aos DNE sai prejudicado.

Embora os desenvolvimentos recentes atribuam grande confiança ao papel dos DNE como controladores independentes das acções dos directores executivos, este papel pode estar comprometido pelo inerente conflito de interesses ocasionado pela sua dependência dos directores executivos em termos de envolvimento e de remuneração.

As pesquisas recentes, nos EUA³¹, relativas ao papel desempenhado pelos DNE apontam para uma melhoria substancial da sua responsabilidade em situações de crise. Porém, outros estudos³² colocam em dúvida se os Conselhos de Administração dominados por directores externos podem actualmente afectar os interesses dos accionistas, pelo facto de colocarem muitas ênfases no âmbito do seu papel de consultores e de controladores das tomadas de decisão. Por isso, questiona-se se os directores externos poderão ou não ter um impacto potencialmente negativo no *entrepreneurship*³³ organizacional.

Estes directores externos podem também privilegiar o desempenho a curto prazo,

²⁹ *Non-executive directors* (NED) na terminologia anglo-saxónica.

³⁰ Os termos DNE e director externo são aqui utilizados indiferentemente, como geralmente acontece nos países de cultura anglo-saxónica.

³¹ *Weisbach* em 1988, *Byrd e Hickman* em 1992 e *Brickley* e outros em 1994, como refere (SHORT, 1999: p. 339).

³² *Baysinger e Butler* em 1985, como refere (SHORT, 1999: p. 339).

através da confiança que depositam na sua avaliação financeira do negócio, como resultado do débil acesso que habitualmente têm à informação detalhada e específica da organização, necessária para avaliar o desempenho estratégico a longo prazo.

Paralelamente, os directores internos podem preferir ocupar-se da inovação interna, pois esta pode ser mais arriscada e difícil de avaliar em termos financeiros; têm melhor conhecimento estratégico dos resultados potenciais da inovação interna e conseqüentemente uma visão menos incerta de tal inovação.

Mas será que o controlo efectivo, por parte do Conselho, é determinado pela sua independência, dimensão e composição? Presumivelmente os Conselhos seriam mais independentes em função do número de directores externos. Todavia, estudos efectuados nos EUA em 1998, por *Dalton* e outros³⁴, revelam que a relação entre o controlo efectivo por parte do Conselho, o desempenho da organização, e a sua “independência”, é inconclusiva. Não foi encontrada nenhuma evidência na relação entre a composição do Conselho e o desempenho da organização. Já *Wagner* e outros³⁵ encontraram alguma evidência de que o desempenho varia consoante exista uma maioria de directores executivos ou uma maioria de DNE. Tal facto coloca a questão de quais as condições em que é adequada uma maioria de directores externos, ou, pelo contrário, de directores internos.

Os mercados bolsistas vêm como sinais positivos e reveladores de independência e de transparência o facto de existirem membros DNE nos Conselhos. Porém, a dimensão do Conselho pode afectar a sua capacidade efectiva de funcionamento. Se os Conselhos forem muito numerosos, podem estar impossibilitados de operar efectivamente porque os problemas relativos ao processo de coordenação e de decisão excedem largamente as vantagens de existir um grande número de pessoas a reflectir sobre as questões.

Yermack (1996) encontrou uma relação negativa entre desempenho da organização e tamanho do Conselho para uma amostra de grandes organizações dos EUA. Igualmente,

³³ Termo anglo-saxónico aqui utilizado como capacidade empreendedora.

³⁴ Cf. (SHORT, 1999: p. 340).

³⁵ Citado igualmente por (SHORT, 1999: p. 340).

Eisenberg e outros (1998) encontraram uma relação negativa entre o desempenho e o tamanho do Conselho quando considerou uma amostra de pequenas e médias organizações finlandesas com Conselhos menos numerosos. Conyon e Peck (1998) verificaram a associação entre desempenho da organização e tamanho do Conselho em várias economias europeias e encontraram como resultado que o efeito da dimensão do Conselho e o desempenho da organização é geralmente negativo.

(SHORT, 1999: p. 340)

Um número crescente de investigadores, nos EUA, considera existir influência da estrutura do Conselho nas actividades da organização. Em geral, a evidência disponível aponta no sentido de que se verifica um efeito negativo no *entrepreneurship* organizacional quando os directores externos são maioritários nos Conselhos.

Globalmente, verificam-se resultados bastante positivos relativamente ao papel dos DNEs na promoção da responsabilidade, e no facto de poderem ter implicações adversas para as actividades da organização, fundamentalmente, nos casos em que os Conselhos apresentem maior dimensão, onde parecem ter um efeito negativo no desempenho.

Como se referiu, a maior parte destes estudos ocorreu nos EUA. Esse facto pode tornar difícil a sua interpretação noutros contextos devido às diferenças existentes na natureza e estrutura dos Conselhos nos vários países³⁶. Por isso, nesta matéria, não existem receitas infalíveis. Na ausência de pesquisas que examinem estes assuntos em detalhe, existem perigos inerentes às recomendações dos códigos sobre *corporate governance*. Esses códigos, ao fazerem recomendações relativas à estrutura do Conselho, implicitamente tomam a posição de que existem formas estruturais de *governance* mais eficientes.

As recomendações dos códigos, embora voluntárias, podem, no final, piorar o desempenho organizacional em lugar de o melhorar. Tal, por certo, ocorrerá caso as organizações simplesmente nomeiem DNEs para o Conselho para evitar os custos associados à não conformidade com o *status quo* instituído. As recomendações gerais para aumentar a

³⁶ Por exemplo, como foi dito, verifica-se que a observação do facto do número crescente de DNEs no Conselho ter um efeito negativo na organização foi tipicamente baseada em amostras onde o número médio e proporções de DNEs são muito maiores (EUA); não é líquido que tal relação negativa ocorra quando as proporções de DNEs nos Conselhos forem menores.

representação de DNEs sem ter em conta o contexto de organizações individualmente consideradas podem ter consequências adversas para o desempenho do Conselho.

No entanto, cada caso é um caso. Não existe nenhuma resposta universalmente válida sobre o número mínimo ideal de DNEs ou a combinação dos papéis de presidente e director geral. Assim, conseqüentemente, em lugar de prescrever regras e estruturas organizacionais particulares, devem aplicar-se flexivelmente princípios amplos.

4.1.2 A Remuneração dos Directores

O papel da remuneração dos directores no âmbito da *governance* considera que os incentivos para que os directores promovam o desempenho a longo prazo e as actividades empresariais da organização devem ser clara e inequivocamente documentados.

As políticas de remuneração deverão privilegiar o aumento dos incentivos aos directores relacionados com as actividades da organização, recompensando o melhor desempenho da mesma e reduzindo a sua relutância em tomar decisões arriscadas. A evidência empírica, no Reino Unido e nos EUA, indica que a actual relação entre o pagamento de remunerações e o desempenho da organização é economicamente fraco.

Como referiam *Conyon* e outros³⁷, em 1995, a dimensão da organização era o principal determinante da remuneração dos directores. Porém, *Main* e outros³⁸, que em 1996 empregaram um conceito mais lato de remuneração, explorando a relação entre a remuneração global do Conselho e o desempenho da organização, encontraram uma sensibilidade significativamente superior para remunerar os directores em função do desempenho do que a que era observada usando estritamente o pagamento do salário base acrescido de uma gratificação.

Enquanto que, teoricamente, os accionistas recorrem a contratos de trabalho que definem remunerações para os directores em função do desempenho, para reduzir os conflitos

³⁷ Citados por (SHORT, 1999: p. 341).

³⁸ Citados por (SHORT, 1999: p. 341).

de interesse entre eles próprios e os directores, na prática o processo de formulação e implementação de tais contratos está normalmente sob o controlo dos directores. Por tal razão, as recomendações de quase todos os códigos de boa conduta apontam para que, tanto quanto possível, o controlo das questões remuneratórias dos directores passe para as mãos de comités de remuneração compostos por DNEs independentes. *Porém, não é clara que a adopção de comités de remuneração tenha sucesso assegurado, já que a definição da política de remuneração dos directores executivos daí resultante pode não assegurar os incentivos necessários* (SHORT, 1999: p.341).

Reconhece-se que a definição das políticas de remuneração como base nas decisões de comités de remuneração pode conduzir a níveis superiores de remuneração com a melhoria correspondente do desempenho. Porém, estudos efectuados no Reino Unido³⁹ referem que, por norma e na prática, os comités de remuneração simplesmente actuam como mecanismos de legitimação dos aumentos das remunerações dos directores, seja porque a remuneração em dinheiro vivo dos directores executivos é em parte baseada em comparações com os pagamentos efectuados aos directores externos, seja porque os directores gerais estão presentes nas reuniões do comité de remuneração que decidem o seu próprio pagamento, sendo por consequência juizes em causa própria. Como observaram *Kren e Kerr* (1997), a proporção dos DNEs no Conselho não tiveram qualquer efeito na relação entre a remuneração dos directores gerais e o desempenho da organização.

As preocupações surgem também relativamente aos tipos de remuneração em função do desempenho que forem adoptadas. Uma das práticas actualmente difundidas em larga escala como forma de remunerar os executivos são as chamadas *stock options*, que se consubstanciam em direitos de opção sobre as acções da organização que os directores podem ou não exercer. O seu sucesso resulta do facto de poder aumentar a relação entre a política de remuneração dos directores e o desempenho da organização. Porém, outros tipos de questões se levantaram, designadamente de índole fiscal, que conduziram à inevitável limitação desta possibilidade.

³⁹ *Ezzamel e Watson* (1997, 1998), *Conyon*, (1997) e *Kren e Kerr* (1997) citados por (SHORT, 1999: p. 341).

Como resultado das preocupações crescentes sobre o funcionamento dos esquemas de *stock options*, por exemplo, o *Relatório Greenbury (1995)* recomenda a introdução de outro plano de incentivos a longo prazo (*L-Tips*) que envolvem o prémio de acções (em detrimento das opções), sujeito a objectivos de desempenho das organizações especificamente conhecidos (SHORT, 1999: p. 341). Todavia, atendendo a que a definição desses objectivos pode envolver esquemas mais ou menos complexos, tal facto pode colocar muitas dificuldades aos accionistas para avaliarem o seu custo.

O impacto da remuneração dos directores nas actividades da organização foi ignorado durante muito tempo. Contudo, o nível de risco da organização pode estar negativamente relacionado com a percentagem de compensação em função do desempenho existente na política remuneratória global. Além disso, a presença de dispositivos de controlo alternativos, especificamente em termos da estrutura do Conselho, será compreensivelmente superior em organizações dotadas de uma percentagem mais baixa de compensação em função do desempenho relativamente ao processo de compensação global. Estas constatações fazem ressaltar os perigos inerentes nas organizações pressionadas para aumentarem a parcela de remunerações associadas ao desempenho incluídas na política remuneratória global, sem que considerem a sua influência na vontade dos directores em tomarem decisões de maior risco.

Apesar da remuneração associada ao desempenho ser considerada uma alternativa de remuneração dos executivos, eventualmente mais cara, a suposição inerente à teoria da agência é que tais políticas remuneratórias podem ser definidas, implementadas e controladas pelos accionistas. Atendendo às dificuldades que surgem no acompanhamento efectivo da sua utilização, existe o perigo dos accionistas insistirem na adopção de formas mais claras de remuneração associada ao desempenho, sem assegurarem que essas políticas tenham em linha de conta incentivos para que os directores tomem decisões arriscadas.

4.1.3 Os Directores enquanto Accionistas

A influência da percentagem da organização detida pelos directores na *corporate governance* é pertinente, sobretudo determinadas ênfases colocadas à utilização de políticas de remuneração que utilizam prémios de acções, ao invés de opções sobre acções, como parte integrante das remunerações dos directores.

Muitos directores possuem parcelas significativas da organização que nunca estiveram relacionadas com políticas remuneratórias passadas ou presentes⁴⁰. Recordando, a teoria da agência refere que a detenção de acções por parte dos directores ajuda a fazer convergir os interesses dos accionistas e dos administradores. Como refere *Short* (SHORT, 1999: p. 342), *Jensen e Meckling*, na sua hipótese de convergência de interesses, afirmam que quando aumenta a percentagem de detenção por parte dos seus directores, aumenta também uniformemente o desempenho da organização, uma vez que os directores tenderão a desviar menos recursos que possam ser utilizados na maximização do seu valor. Todavia, existem outros investigadores⁴¹ que afirmam que a disciplina de mercado força os directores a aderirem à maximização do valor da organização mesmo em situações de baixa percentagem de detenção pelos seus executivos.

Estudos empíricos nos EUA⁴², apontam genericamente no sentido de que existe alinhamento dos interesses da administração e dos accionistas para níveis baixos e eventualmente para níveis elevados de detenção da organização pelos directores, adoptando aqueles atitudes defensivas quando a percentagem de detenção se situa num nível intermédio, embora esta situação possa não ser linear em alguns casos.

Short e Keasey (1999) observaram idêntica evidência nas organizações do Reino Unido. Em contraste, análises de alguns *management buy-outs*⁴³ no mesmo país mostraram uma relação linear entre a parcela da organização detida pelos seus executivos e o seu desempenho⁴⁴. Porém, existem provas que apontam para poderem ser adoptadas estratégias defensivas por parte dos directores quando estes detenham níveis muito baixos de participação. Os resultados da pesquisa desenvolvida, no Reino Unido, por *Dahya* e outros

⁴⁰ *Short e Keasey* (1999) demonstram que em 1992, para uma amostra aleatória de organizações cotadas do Reino Unido, a parcela das organizações detida pelos directores era 11,5%.

⁴¹ *Demsetz* (1983) e *Fama e Jansen* (1983) citados por (SHORT, 1999: p. 342).

⁴² *Morck* e outros, (1988); *McConnell e Servaes*, (1990 e 1995) e *Kole*, (1995) citados por (SHORT, 1999: p. 342).

⁴³ Aquisição das organizações pelos seus próprios executivos, normalmente, a preços mais elevados que o preço de mercado.

⁴⁴ *Thompson, Wright e Robbie* (1992) citados por (SHORT, 1999: p. 342).

(1998)⁴⁵, sugerem que os executivos de topo parecem estar muito afastados da disciplina do mercado de controlo interno quando a sua participação nas organizações exceder 1%.

A participação detida nas organizações pelos DNEs pode afectar a sua disposição para acompanhar o desempenho dos directores executivos.

O relatório de Hampel referia, no seu § 4.8, que “o pagamento de parte da remuneração dos directores não executivo com acções pode constituir uma forma útil e legítima de alinhar os interesses dos directores com esses accionistas”.

Shivdasani (1993) e Jensen (1989) sugerem que, provavelmente, os DNEs que detenham uma participação substancial da organização têm maior propensão para controlar os directores executivos que não detenham qualquer participação.

(SHORT, 1999: p. 342)

Outra questão a ter em consideração é o efeito da participação dos directores no capital das organizações no *entrepreneurship* organizacional. Todavia, os resultados têm sido inconclusivos.

Wright e outros (1996) sugerem que, em organizações com oportunidades de crescimento, a relação entre participação detida pelos executivos e o risco empresarial conduzem a aumentos iniciais (do risco) e subseqüentes diminuições quando aumenta a percentagem da participação detida.

Gibbs (1993) considerou que os executivos com largas percentagens de participação na organização têm tendência para diversificar as actividades da mesma numa tentativa para diversificar os seus próprios portfólios.

*Denis e outros (1997) nos EUA encontraram uma relação negativa entre a diversificação e percentagens muito baixas de participação dos executivos, mas verificaram um efeito positivo dominante para níveis muito elevados de participação. Em contraste, Hill e Snell (1988) encontraram uma correlação negativa entre a participação detida e a expansão da diversificação, enquanto Hoskisson e outros (1995) encontraram uma relação positiva entre a diversificação internacional e participação detida. Zahra (1996) encontrou uma relação positiva entre o *entrepreneurship* organizacional e a participação detida pelos executivos.*

(SHORT, 1999: p. 343)

Habitualmente as organizações que sofrem situações de *management buy-out*

⁴⁵ Segundo (SHORT, 1999: p. 342).

experimentam melhorias no *entrepreneurship* organizacional, como forma de melhorar a utilização da investigação e desenvolvimento (I&D), incrementar novas parcerias e incentivar o desenvolvimento de novos produtos.

Porém, vários investigadores, entre os quais *Hill e Snell* (1998, 1989), *Kochhar e David* (1996), *Hansen e Hill* (1991) e *Hoskisson* e outros (1995)⁴⁶, não encontraram qualquer relação significativa entre o volume das despesas de I&D e a participação accionista dos executivos. Se a pesquisa for limitada à relação entre a participação accionista dos DNEs e o *entrepreneurship* organizacional, verifica-se que aquela participação modera o efeito negativo entre a percentagem de membros independentes no Conselho e o mesmo *entrepreneurship* (*Zahra*, 1996) e afigura-se positivamente relacionada com a diversificação internacional (*Hoskisson*, et al., 1995).

Em suma, nos EUA, a evidência mostra que a participação accionista dos directores na organização representa um papel significativo no governo das organizações. Em particular, verifica-se que, regra geral, baixos níveis de participação accionista ajudam a ajustar os interesses dos directores e dos accionistas e serviram de base para que alguns desenvolvimentos recentes encetassem tentativas de promoção de políticas de remuneração sobre a forma de eventuais detenções futuras de participações na organização. Porém, mais recentemente, verificou-se que pode ocorrer a utilização de estratégias defensivas por parte dos executivos, mesmo nas situações em que possuam baixos níveis de participação, o que aponta para que outros mecanismos de *governance* possam surgir.

4.2. OS ACCIONISTAS INSTITUCIONAIS

Quase todas as tentativas recentes de regulamentar a *corporate governance* abordam a forma pela qual os accionistas institucionais usam o seu poder, para influenciar os padrões a adoptar nesta matéria. Porém, aqueles accionistas geralmente não exercem um controlo significativo sobre a administração das suas participadas. Como é reconhecido, têm pouco tempo e/ou poucos recursos para dedicarem ao controlo e acompanhamento do desempenho dos títulos representativos do capital das organizações das quais são os maiores accionistas.

⁴⁶ citados por (SHORT, 1999: p. 343).

Consequentemente, apesar de, hoje em dia, uma grande parte da propriedade estar concentrada nos investidores institucionais, os gestores permanecem muitas vezes fora do seu controlo.

Um assunto fundamental é o efeito do aumento do controlo e acompanhamento por parte dos accionistas institucionais sobre o potencial das organizações. Tal facto está relacionado com as preocupações sobre o papel dos investidores institucionais em gerar perspectivas excessivamente de curto prazo, resultando daí níveis de despesas de I&D relativamente baixos, pagamentos de elevados dividendos e grandes volumes de *takeovers*, em detrimento do desempenho económico geral.

As principais pesquisas empíricas nos EUA nesta matéria geralmente verificam que em contraste com uma visão de detenção ampla as instituições agem como investidores míopes, existindo uma relação positiva entre o nível de despesas de I&D e os accionistas institucionais (Jarrell e Lehn, 1985, Hansen e Colina, 1991; Baysinger e outros, 1991). Os diferentes tipos de instituições podem ter efeitos igualmente diferentes nas actividades das organizações (Bushee, 1998). Kochhar e David (1996) consideraram que os investidores mais activos (como fundos de pensão e fundos mútuos) têm mais capacidade de influenciar os gestores para que incrementem o desenvolvimento de novos produtos, mesmo após terem controlado os gastos de I&D, que as instituições como bancos e companhias de seguro que são menos activas. Os accionistas institucionais de longo prazo têm um efeito significativamente positivo na inovação da organização (Zahra, 1996). A detenção de acções por parte dos fundos de pensões parece ter um efeito positivo na intensidade da I&D e no desenvolvimento de novos produtos, mas têm um efeito negativo na inovação externa, enquanto que a participação accionista dos gestores de fundos (fundos mútuos) está positivamente associada à diversificação internacional e à inovação externa. A inovação externa envolve aquisições de organizações tendentes a alargar a gama de produtos, desenvolvimento de novos processos ou entrada em novos mercados (Hoskissom e outros, 1995). Bushee (1998) estudou o impacto dos accionistas institucionais nas despesas de I&D e verificou que é pouco provável que os gestores eliminem despesas de I&D para inverter um declínio dos resultados quando a participação institucional no capital da organização for elevada. Porém, nestes casos, quando os accionistas institucionais tiverem um retorno elevado do seu portfólio e tendência para se desfazerem das suas participações, tal facto pode aumentar significativamente a probabilidade dos gestores reduzirem as despesas de I&D para inverter um declínio dos resultados. Verificaram-se igualmente accionistas institucionais que têm um efeito positivo na assunção de riscos nas organizações com oportunidades de crescimento (Wright et al., 1996).

Os problemas surgidos com o deficiente acompanhamento e controlo por parte dos

accionistas institucionais são importantes porque constituem a principal força motriz que se encontra na génese das aquisições de organizações cotadas através de management buy-out, com a introdução de novos controlos activos na forma de novos accionistas privados e instituições especializadas em leverage buy-out (Jensen, 1993; O Baker e Smith, 1998), como também o envolvimento mais activo dos credores (Citron et al., 1997) acompanhando esta mudança na propriedade.

(SHORT, 1999: p. 343)

Em resumo, tudo aponta para que certos tipos de accionistas institucionais possam ter um impacto positivo na organização e no seu desempenho. A natureza exacta do efeito do envolvimento institucional parece, porém, depender das características da organização, da instituição em si e do seu ambiente de *governance* específico. Por isso, tornam-se necessárias algumas cautelas nas recomendações gerais relativas ao nível de envolvimento dos accionistas institucionais.

4.3. AUDITORES, AUDITORIA E INFORMAÇÃO CONTABILÍSTICA

A necessidade de informação contabilística auditada é outro aspecto crucial da *corporate governance*, pois funciona como elo de ligação da informação assimétrica entre os directores e os outros utilizadores externos e fornece informações aos directores subalternos.

Com o objectivo de melhorar a função da auditoria, o relatório de *Cadbury*⁴⁷ recomendou que as organizações deviam nomear comités de auditoria que incluíssem DNEs, os quais, na sua maioria, deveriam ser independentes. Embora as grandes organizações geralmente seguissem esta recomendação, uma percentagem significativa de casos mostrava que os directores executivos estavam presentes nestes comités, e que o seu funcionamento era problemático em organizações de menor dimensão.

Vários estudos realizados nos EUA investigaram a relação entre a qualidade da informação contabilística e a existência de DNEs. *Wild* (1994, 1996)⁴⁸ averiguou existir um

⁴⁷ O relatório de *Cadbury* que será referido de forma alargada mais à frente, foi, talvez, a referência mais importante no âmbito da corporate governance, fundamentalmente na Europa, tendo sido considerado um verdadeiro marco conceptual nesta matéria.

⁴⁸ Como refere (SHORT, 1999: p. 344).

aumento significativo na reacção do mercado à divulgação de dividendos, no período subsequente à constituição de um comité de auditoria, tendo verificado que tais comités aumentaram a qualidade da informação sobre dividendos.

Dechow e outros (1996)⁴⁹, por seu lado, concluíram que o universo das organizações que violaram os *United States Generally Accepted Accounting Principles* (US GAAP)⁵⁰ evidenciavam maior probabilidade de terem directores dependentes do Conselho de Administração.

Beasley (1996)⁵¹ refere que a proporção de DNEs no Conselho é menor em organizações consideradas culpadas de terem cometido fraudes nas demonstrações financeiras divulgadas quando comparadas com outras que as não cometeram, e conclui que a inclusão de DNEs aumenta o controlo efectivo do Conselho na prevenção de fraudes nas demonstrações financeiras.

Dechow e outros (1996) e *Beasley* (1996) obtiveram resultados diferentes relativamente ao impacto dos comités de auditoria. Os primeiros verificaram que nas organizações que violaram os US GAAP era menos provável a existência de comités de auditoria, enquanto o segundo referiu que a existência de um comité de auditoria não tinha nenhum efeito significativo na probabilidade da existência de fraudes nas demonstrações financeiras. Porém, a qualidade da informação contabilística é difícil de quantificar, e os estudos acima referem que os seus resultados partiram do princípio que os DNEs tiveram êxito no controlo efectuado à administração. Evidentemente que, noutras condições, podem ser consideradas outras hipóteses alternativas⁵². Além disso, se os DNEs tiverem efeitos adversos na organização, os accionistas podem ficar satisfeitos com a qualidade do *trade-off* entre informação contabilística e as melhorias de *performance*.

⁴⁹ Como refere (SHORT, 1999: p. 344).

⁵⁰ Princípios contabilísticos geralmente aceites nos EUA.

⁵¹ Citado por (SHORT, 1999: p. 344).

⁵² Por exemplo, a amostra de empresas não culpadas de fraude nas demonstrações financeiras considerada por *Beasley* (1996) pode conter dois tipos de organizações: aquelas que não estão de facto comprometidas pela fraude e as que estando comprometidas com a fraude não foram descobertas. Se for este o caso, as conclusões do estudo sobre a relação entre os DNEs e a ocorrência de fraudes nas demonstrações financeiras pode necessitar de ser tratada com algumas cautelas. Aquelas conclusões podem ser consistentes com a hipótese de que os directores executivos podem mais facilmente identificar e divulgar as fraudes nas demonstrações financeiras.

Uma das questões mais candentes em quase todas as tentativas de harmonização é a que se refere à inclusão de um relatório sobre a efectividade dos sistemas de controlo interno nos relatórios anuais. Ora, em alguns casos, a implementação de tal prática revela-se problemática atendendo à dificuldade em definir o âmbito da noção de controlo interno.

Nos EUA, os sistemas de controlo interno são integrados numa estrutura que engloba o controlo financeiro e operacional conjuntamente (*Mills, 1997*)⁵³, enquanto que noutros países, designadamente no Reino Unido, os sistemas de controlo interno devem englobar questões relativas à materialidade e à probabilidade de ocorrência de riscos financeiros.

*Jones e outros (1993)*⁵⁴ sugerem que as organizações que utilizam somente uma aproximação formal e mecânica do controlo interno podem ter carências na informação, colocando em dúvida se a *corporate governance* alcança efectivamente os seus objectivos em termos de responsabilidade e da organização.

De igual modo, *Mills (1997)* e *Lipworth (1996)*⁵⁵ referem ser importante para os sistemas de controlo interno considerarem a avaliação do risco e da gestão, não só por questões de responsabilidade mas também como uma base sustentada de identificação de oportunidades para a criação de valor.

O *trade-off* entre a responsabilidade e a organização em conformidade com o controlo interno, levanta algumas questões relativas à natureza do próprio processo de auditoria. Uma vez ultrapassada a conformidade formal com o *due process*⁵⁶ oficialmente aceite, tudo o resto se centra em noções de intuição e juízo pessoal. Este *trade-off* levanta igualmente questões sobre a independência dos auditores e o seu comportamento ético num contexto de *governance*. A independência pode estar comprometida pelos crescentes desafios éticos colocados aos auditores no seu trabalho.

⁵³ Referido por (SHORT, 1999: p. 344).

⁵⁴ Referido por (SHORT, 1999: p. 344).

⁵⁵ Citados por (SHORT, 1999: p. 344).

⁵⁶ Procedimento; Prática

Cook e outros (1997)⁵⁷ analisaram este assunto utilizando uma aproximação teórica, tendo concluído que a obtenção de resultados socialmente desejáveis resultantes de um elevado e honesto esforço de auditoria, podem necessitar de um alto grau de cooperação entre o auditor e o cliente que pode pôr em causa a independência do auditor.

Visto num contexto mais amplo, as questões da responsabilidade do auditor e da sua independência são temas fulcrais da ética empresarial e do debate em sede de *corporate governance* sobre o papel e concepção da organização e da sua responsabilidade social.

Até que se clarifique de forma mais notória a natureza das organizações, o papel da auditoria permanece um pouco ambíguo e as questões sobre as responsabilidades dos auditores não têm uma solução pacífica.

4.4. O MERCADO DE CAPITAIS E O CONTROLO DA ORGANIZAÇÃO

Como refere *Short* (SHORT, 1999: p. 345), contrariamente ao que se passa na *Alemanha e no Japão, o mercado das OPAs é visto no Reino Unido e nos EUA como um dos principais mecanismos para disciplinar a administração de baixo desempenho*⁵⁸.

O mercado para o controlo das organizações e os directores externos servem como mecanismos de controlo substitutos, em que o primeiro assume um papel importante, disciplinando a administração sobretudo quando o controlo interno efectuado pelos segundos for ineficaz. Além disso, existem outros mecanismos disciplinadores internos, como o controlo exercido pelos accionistas maioritários que, por vezes, têm de suportar determinados custos de controlo, não recebendo, conseqüentemente, os ganhos totais gerados pelas suas acções. Alternativamente, o mecanismo das OPAs, em princípio, permite à organização licitada a obtenção de elevados ganhos nas suas acções:

A predominância de OPAs hostis no Reino Unido e nos EUA pode ser um sintoma de problemas de governance em vez de uma resposta a tais problemas (Scleifer e Summers, 1988; O'Sullivan, 1997). Estas questões foram discutidas de forma mais activa para que se

⁵⁷ Citados por (SHORT, 1999: p. 344).

⁵⁸ A evidência empírica nos EUA sustenta mais este papel do mercado das OPAs do que o do Reino Unido.

contemplasse o aumento das pressões de curto prazo (Stein, 1988; Shleifer e Vishny, 1990), avançando-se pela selecção dos objectivos dos gestores em lugar de se disciplinarem os gestores mais fracos (Charkham, 1989; Jenkinson e Mayer, 1994), aumentaram-se os salários dos gestores (Gregg e outros, 1993) e o intervalo de confiança entre gestores e accionistas (Shleifer e Summers, 1988).

Kay (1994) defende que a longo prazo, está frequentemente implícito, que as relações com todos os stakeholders são cruciais para a obtenção de vantagens competitivas pelas organizações. A ameaça ininterrupta das OPAs hostis pode significar que os contractos implícitos entre a organização e os seus stakeholders não se desenvolvem de forma satisfatória. Tal facto pode ter um efeito adverso na vantagem competitiva das organizações

...

(SHORT, 1999: p. 345)

Estes argumentos estão frequentemente associados a sugestões de que um dos mais importantes desenvolvimentos em *corporate governance* deverá ser a definição de regulamentação que imponha restrições às OPAs hostis. Porém, *provavelmente é muito simplista levar ao extremo qualquer uma das visões, devendo ser proibidas OPAs hostis ou considerá-las como a principal ferramenta da corporate governance, desde que exista evidência que sugira que a ameaça de OPA e que o processo de OPA podem trazer benefícios (Chiplin e Wright, 1987; Markides, 1995; O'Sullivan, 1997)*⁵⁹.

Em alguns casos, uma OPA hostil provoca um forte impacto na administração, e o facto da organização se conseguir defender dela com sucesso, estimula os seus gestores a proceder a reestruturações consideráveis e a melhorarem o seu desempenho. Assim, a estrutura de *governance* pode ter consequências benéficas para a organização.

Porém, na medida em que existem debilidades nos mecanismos de *governance*, persistirão os problemas de agência, e não deverá surpreender que os gestores continuem a ocupar-se de projectos que não maximizem o valor da organização. Pode ser o caso do desenvolvimento de outros elementos da *corporate governance* como sejam maiores exigências dos accionistas relativamente a direitos de voto, quando estejam em causa aquisições de determinada dimensão, e para estreitar a relação entre o desempenho da

Franks e Mayer (1996) conseguiram mostrar que as OPAs hostis não têm uma função disciplinadora.

⁵⁹ Como refere (SHORT, 1999: p. 345).

organização e a remuneração dos executivos, quando tal relação conduza a aquisições de maior valor acrescentado.

Estudos feitos nos EUA sugerem que a actividade das aquisições afecta o valor do investimento de longo prazo em actividades inovadoras desenvolvidas pela organização. Uma série de documentos⁶⁰ consideram que aquela actividade está associada a menores despesas de I&D e conduz à redução da inovação interna. Consequentemente, a confiança de certos países no mercado bolsista para o controlo das organizações pode ter implicações na dimensão da inovação interna empreendida.

4.5. A COMPLEMENTARIDADE DOS MECANISMOS DE GOVERNANCE

A *governance* efectiva, em termos de responsabilidade e da organização, envolve, como referimos, uma complexa inter-relação de determinados mecanismos. Contudo, verifica-se que o encadeamento e as relações entre os vários mecanismos de *governance* estão extremamente limitados. São necessários estudos adicionais sobre a interdependência (em termos de substituabilidade e complementaridade) dos mecanismos de *governance* alternativos.

Essencialmente, estas pesquisas tipicamente testam a hipótese conjunta de que os mecanismos de *governance* afectam o desempenho, e que o mecanismo que estiver a ser analisado é independente dos outros. Porém, se as variáveis analisadas estiverem correlacionadas com variáveis pertinentes que tiverem sido excluídas, os coeficientes relativos àquelas variáveis podem estar subvertidos e serem incompatíveis.

Nos EUA, uma análise à interdependência dos mecanismos de *corporate governance* realizada por *Agrawal e Knoeber* (1996)⁶¹ concluiu que os mecanismos de controlo estavam bem seleccionados, excepção feita às organizações da sua amostra que tendencialmente possuíam directores externos.

⁶⁰ *Hitt* e outros, 1990; *Hitt* e outros, 1991; *Hitt* e outros, 1996 citados por (SHORT, 1999: p. 345)

⁶¹ Citados por (SHORT, 1999: p. 346).

Diacon e O'Sullivan (1995)⁶² também investigaram a evidência da substituabilidade e complementaridade dos mecanismos de *corporate governance* no universo restrito do Reino Unido, e verificaram que quando o *governance* formal era efectivamente limitador da remuneração dos executivos tal poderia prejudicar a rendibilidade.

Relativamente às *management buy-out*, também existem factos que comprovam a complementaridade e substituabilidade entre os mecanismos da *corporate governance* envolvidos. O maior impacto no desempenho provém da percentagem de participação dos executivos no capital da organização, mas a presença de situações de significativa alavancagem financeira e o activismo dos investidores também é importante.

Tais argumentos têm implicações para a tendência, quase generalizada, para o grande desenvolvimento de regulamentação em matéria de política de *corporate governance*. Particularmente, pode ser necessário tratar com precaução os incitamentos para um maior empenhamento dos accionistas em fazerem ouvir a sua voz ou a dos seus representantes.

Os sistemas de *governance* que privilegiem directores internos ou externos podem ser substitutos um do outro, já que cada um deles pode ser apropriado, dependendo do contexto e das preocupações da organização.

Tipicamente, a actividade de qualquer organização envolve riscos que podem variar de projecto para projecto. Assim:

- os investimentos mais arriscados podem necessitar de um acompanhamento e controlo mais activo, apertado e responsável;
- os sistemas que privilegiem os directores externos podem não ter acompanhamento suficiente;
- os sistemas que privilegiem os directores internos podem ter acompanhamento, mas não ser suficiente para sair de projectos não viáveis em tempo oportuno.

Tais factos sugerem uma necessidade de uma situação específica de *corporate*

⁶² Iguualmente citados por (SHORT, 1999: p. 346).

governance na qual os actuais direitos de intervenção dos accionistas variem e onde exista pressão suficiente para sair oportunamente de projectos não viáveis.

Em termos mais gerais, *Roe* (1997)⁶³ defende a existência de mecanismos de *governance* competitivos dentro de uma economia em particular, na perspectiva de que organizações com sistemas mais actuantes em determinada situação não iriam ter tão bom desempenho sem que esses mecanismos existissem, e defende igualmente o exercício de pressões nas outras organizações para que alterem o seu comportamento.

⁶³ Citado por (SHORT, 1999: p. 346).

II – ANÁLISE HISTÓRICA E DESENVOLVIMENTOS EM “CORPORATE GOVERNANCE”

“Corporate governance is concerned with the resolution of collective action problems among dispersed investors and the reconciliation of conflicts of interest between various corporate claimholders”

(BECHT e outros, 2005: p. 2)

A evolução da *corporate governance* desenvolveu-se amplamente em ritmos e sistemas diferentes, mesmo nos países e mercados economicamente mais evoluídos. Os sistemas de *governance* têm evoluído de forma distinta, principalmente devido a variáveis históricas, políticas, sociais e económicas. Todavia, a influência mais significativa talvez possa ser atribuída aos aspectos legais e regulamentares que condicionam a forma como as empresas são geridas nos diferentes países.

Os ordenamentos jurídicos são fundamentalmente divididos em dois grupos: os de direito civil (*civil law*) e os de direito comum (*common law*). Concomitantemente há, pelo menos, duas abordagens ao tema concreto da *corporate governance*:

- Os países com ordenamentos jurídicos de *civil law* (também conhecido como ordenamento romano-germânico), identificados predominantemente com o continente europeu e com países de influência europeia, e que utilizam estatutos e códigos abrangentes como principal meio de organizar os seus princípios legais;
- Os países com ordenamentos de tradição de *common law* sobretudo os Estados Unidos, Canadá, Reino Unido e países cujo desenvolvimento foi fortemente influenciado por estas nações. Nestes casos o direito desenvolve-se pela via das decisões dos tribunais, e não mediante actos legislativos ou executivos típicos dos países de *civil law*. No entanto, muito embora estes países partilhem uma história comum relativamente aos seus quadros jurídicos, em grande medida os seus sistemas jurídicos tiveram internamente desenvolvimentos distintos, independentemente do seu tipo de ordenamento jurídico.

Também, os mecanismos de tomada de decisões e de fiscalização variam de país para país, e dentro de um mesmo enquadramento legal e institucional podem variar de organização para organização.

Tipicamente é frequente identificarem-se dois sistemas principais de governo das sociedades: o sistema continental (igualmente designado por sistema baseado nas relações,

consequentemente essencialmente sistema de controlo interno) e o sistema anglo-saxónico (também referenciado como sistema de controlo externo ou sistema de controlo pelo mercado). O primeiro sistema é conotado com o governo das empresas da Europa continental e do Japão e consequentemente com os sistemas jurídicos de *civil law*, ao passo que o segundo sistema é identificado com os EUA, o Reino Unido e os demais países de expressão e influência anglo-saxónica e, como tal, relacionado com os sistemas de *common law*.

A *corporate governance* no sistema de *civil law* é referido como um sistema fundamentalmente assente no poder das intuições financeiras e na força laboral. Caracteriza-se pelo controlo dos negócios estar concentrado nas grandes famílias. Os capitais próprios e alheios são directa ou indirectamente fornecidos pela banca. Não existe um mercado de capitais significativamente activo e com elevada liquidez, por causa da concentração da propriedade e da dependência da dívida bancária. Tais factos motivam que o sistema requeira poucos mecanismos de regulamentação, comparativamente com o modelo de mercado que exige um sistema mais complexo de controlo e equilíbrio.

Por contraposição, o sistema de *common law* caracteriza-se por um mercado de capitais de elevada liquidez em que a propriedade se encontra amplamente dispersa. Os investidores institucionais são grandes accionistas, gerindo globalmente uma fatia expressiva das acções cotadas, embora individualmente as suas posições accionistas em cada empresa sejam pouco relevantes. A banca actua como uma fonte de recursos suplementar, mas geralmente desempenha um papel pouco importante.

Foi com este enquadramento que, previsivelmente, as grandes preocupações e consequentemente as primeiras tentativas de regulamentação em matéria de *corporate governance* tiveram a sua génese nos países anglo-saxónicos, com base no grande desenvolvimento e importância dos seus mercados financeiros e de capitais. Coloca-se, por isso, com grande acuidade toda esta problemática, referindo-se em seguida os marcos historicamente considerados mais relevantes.

1. O RELATÓRIO TREADWAY

A enorme relevância conferida nos países de tradição anglo-saxónica aos mercados de capitais e à informação financeira fidedigna que possibilite aos vários utilizadores a almejada “*true and fair view*”, levou, nos EUA, a que o *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA), a *American Accounting Association* (AAA), o *Institute of Internal Auditors* (IIA), o *Financial Executives Institute* (FEI), e o *Institute of Management Accountants* (IMA)⁶⁴ concordassem em formar, em 1985, uma Comissão Nacional Independente Avaliadora de Informação Financeira Fraudulenta⁶⁵. Esta comissão foi dirigida por *James C. Treadway Jr*, um antigo comissário da Securities and Exchange Commission (SEC).

Como resultado do trabalho desenvolvido por esta comissão, foi publicado, em 1987, o *Relatório Treadway*⁶⁶, o qual divulgou onze recomendações para ampliar de forma efectiva o papel e o trabalho dos comités de auditoria, que eram a pedra base de suporte da *corporate financial governance*. Assim, aquelas recomendações referiam que relativamente aos comités de auditoria, estes:

1. Deveriam ter recursos e autoridade adequados para assumirem as suas responsabilidades.
2. Deveriam estar bem informados, vigilantes e inspeccionar de forma efectiva o processo de informação financeira da organização, bem como o seu sistema de controlo interno.
3. Deveriam verificar as perspectivas e avaliações efectuadas pela Administração, assim como as dos auditores externos independentes acreditados publicamente⁶⁷.
4. Deveriam verificar os processos de informação trimestral e anual.

⁶⁴ O antigo *National Association of Accountants* (NAA).

⁶⁵ A *National Commission on Fraudulent Financial Reporting* (NCFRR)

⁶⁶ Conhecido também como o relatório da NCFRR.

⁶⁷ Figura próxima dos Revisores Oficiais de Contas (ROC) em Portugal.

5. A SEC deveria obrigar ao estabelecimento de um comité de auditoria composto somente por directores independentes, em todas as organizações cujo capital estivesse publicamente disperso.
6. A SEC deveria exigir ao comité que emitisse um relatório que descrevesse as suas responsabilidades e actividades durante o ano, o qual passaria a fazer parte integrante do relatório anual para os accionistas da organização.
7. Deveria ser emitida e instituída uma declaração escrita do comité, a qual deveria ser aprovada, verificada, e ratificada, se necessário, pela totalidade dos membros do Conselho.
8. Antes do início de cada ano, os comités de auditoria deveriam rever os planos da administração para promover o empenho das empresas de auditores independentes da organização em definir a gestão dos serviços de aconselhamento.
9. A administração deveria informar da procura de outras opiniões em assuntos contabilísticos relevantes.
10. O comité deveria assegurar-se junto da administração de topo, se o envolvimento da auditoria interna no processo de informação financeira é apropriado e adequadamente coordenado com os auditores externos.
11. Anualmente, os comités deveriam rever o programa de gestão estabelecido para avaliarem a conformidade com os códigos de ética da organização.

A opinião generalizada, designadamente a dos presidentes dos comités de auditoria, foi de que as recomendações promoviam uma influência positiva nos relatórios da organização e nos sistemas de controlo interno.

A comunidade financeira começava a construir um caso sério de auto-regulamentação. A observância das recomendações atrás referidas nas organizações, motivava progressos muito significativos na melhoria da qualidade da informação financeira.

2. O RELATÓRIO MACDONALD

No Canadá, o ímpeto para a adopção de comités de auditoria ganhou especial expressão pelo colapso da *Atlantic Acceptance Corporation, Ltd.*, nos anos sessenta. Como resultado da investigação da *Royal Commission*, os comités de auditoria tornaram-se uma exigência legal para as organizações cotadas no Ontário em 1971, e para as cotadas na *British Columbia*, em 1973. A Secção 182 (1) do *Canadian Business Act* de 1970 referia que os directores de uma organização com títulos cotados e amplamente dispersos deveriam criar comités de auditoria compostos pelo menos por três directores, devendo privilegiar uma maioria de directores externos. A alteração de 1975 do *Canada Business Corporation Act*, veio exigir que todas as organizações cotadas possuíssem um comité de auditoria cujo dever era aprovar as demonstrações financeiras anuais antes de submetidas à apreciação do Conselho de Administração. A partir daí, os comités de auditoria tornaram-se uma característica universalmente aceite na vida das organizações canadianas.

Em 1978, o relatório *Adams* recomendava que as responsabilidades do comité de auditoria deveria incluir deveres estatutários e opcionais. Além disso, existiam pressões relevantes para a criação de regulamentação efectiva que assegurasse que as grandes organizações cotadas deveriam criar comités de auditoria. Porém, o relatório indicava que a obrigatoriedade daquela criação era desnecessária. Argumentava-se que ... *where the principal impetus for audit committees was the legal requirement, chief executive officers were not as directly supportive. Respondents oppose any extension of the present legal requirement for audit committees*⁶⁸. (VINTEN, 427: p.427).

No seguimento de todo este processo, em 1985, o *Office of the Auditor General of Canadá* (OAGC) delineou as responsabilidades do comité de auditoria, as quais incluíam deveres como:

- Revisão e aconselhamento do Conselho de Administração no que respeita às demonstrações financeiras a incluir no relatório anual da organização;

⁶⁸ ... quando o principal ímpeto para que existam comités de auditoria for uma exigência legal, os directores gerais não são directamente encorajados. Respondem com oposição a qualquer alteração do normativo legal actual no que se refere aos comités de auditoria [nossa tradução].

- Supervisão de qualquer auditoria interna da organização;
- Revisão e aconselhamento do Conselho de Administração relativamente ao relatório anual do auditor da organização;
- No caso de existir, por qualquer razão, um exame especial à organização, o comité de auditoria deve proceder à revisão e aconselhamento do Conselho de Administração relativamente aos planos e relatórios emitidos;
- Assumir outras funções para as quais tenha sido indicado pelo Conselho de Administração ou pelo pacto ou regulamento interno da organização.

As funções adicionais para as quais poderia ser designado o comité de auditoria podiam incluir:

- Alertar o Conselho de Administração relativamente a compromissos dos auditores externos;
- Rever e aconselhar o Conselho de Administração no âmbito do plano anual de auditoria;
- Rever os planos e procedimentos para assegurar a integração apropriada e confiança mútua entre auditorias internas, auditorias anuais externas e exames especiais;
- Rever e aconselhar o Conselho de Administração em qualquer informação de desempenho quantitativa sujeita a auditoria, e outras responsabilidades relacionadas com a informação emitida pela organização;
- Acompanhar a implementação de recomendações feitas nos relatórios de auditoria interna, auditoria externa anual e nos exames especiais.

Em 1988, o *Canadien Institute of Chartered Accountants* (CICA) emitiu o relatório *Macdonald* que recomendou o seguinte:

- Todas as organizações cotadas deveriam ter comités de auditoria compostos por directores externos;
- Os comités de auditoria deveriam informar anualmente os accionistas da forma como cumpriram as suas responsabilidades;
- Os comités de auditoria deveriam rever tanto as demonstrações financeiras internas como as anuais antes da sua publicação.

Em Outubro de 1990, a *Canadian Securities Administrators* (CSA) veio complementar o Relatório *Macdonald*, emitindo uma advertência onde descreveu os seus pontos de vista relativamente ao papel e responsabilidades de um comité de auditoria:

- Os comités de auditoria deveriam rever a informação financeira interna antes de ser divulgada;
- O presidente de um comité de auditoria deveria ser um director independente;
- O comité de auditoria normalmente deveria ser constituído por um mínimo de três pessoas;
- O comité de auditoria deveria reunir-se nas suas sessões executivas com a auditoria interna, gestores e o auditor independente;
- O comité de auditoria deveria periodicamente informar o Conselho de Administração na sequência dos resultados obtidos nas revisões efectuadas;
- O comité de auditoria deveria verificar se os compromissos pelo auditor independente estão a ser respeitados;
- Os comités de auditoria deveriam rever todos os eventos relatados, discordâncias e assuntos pendentes de resolução, numa base oportuna.

O comité de auditoria era ainda encarregado da revisão das políticas contabilísticas relevantes e de outras funções de auditoria omissas.

3. O RELATÓRIO DO COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS (COSO)

No ano de 1992, em resposta a uma recomendação da *Treadway Commission*, foi desenvolvido pelo *Committee of Sponsoring Organizations* (COSO) um estudo e um *exposure-draft*. Aquela organização representava os *Certified Public Accountants*⁶⁹, auditores internos, gestores financeiros, executivos financeiros, e pedagogos de contabilidade. O relatório deste comité designado “*Internal Control – Integrated Approach*” previa uma definição que servia as necessidades de todas as partes interessadas – administração, comité de auditoria, auditores

⁶⁹ Auditores Externos, entre nós, uma figura próxima dos Revisores Oficiais de Contas.

internos, auditores independentes, legisladores e organismos reguladores, bem como definia um padrão através do qual as organizações podiam avaliar os seus sistemas de controlo e determinar a melhor forma de os aprimorar.

Tanto o relatório da Comissão *Treadway* como relatório do COSO estavam muito direccionados para o processo financeiro: gestão, comités de auditoria, auditores internos e externos. Nesse âmbito, referiam como muito pertinente a consideração dos factores de risco específicos aquando do planeamento ou da revisão da auditoria. Ambos os relatórios foram influências precedentes importantes do relatório de *Cadbury*.

4. O RELATÓRIO CADBURY

Embora a maior economia do mundo, os EUA, tenha contribuído de forma mais explícita para divulgação da *corporate governance*, o *Cadbury Code*, apesar de ter surgido após dois relatórios americanos - o relatório *Treadway* e o relatório do COSO - veio a cotar-se como o ponto de referência a nível mundial. Foi em 1991 que o *Financial Reporting Council*, a *London Stock Exchange* (LSE) e os organismos representativos da profissão contábil constituíram o *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, sobre a supervisão de *Sir Adrian Cadbury*. A actuação deste comité, que viria a ser universalmente conhecido como *Comité Cadbury*, concentrou o seu estudo essencialmente nas seguintes áreas:

- Definição da responsabilidade dos membros dos Conselhos de Administração, tanto em matéria de revisão como no processo de “facilitar” informação financeira aos accionistas e a outros grupos nela interessados. Dever-se-ia considerar ainda, neste âmbito, a frequência, clareza e forma em que a informação financeira é apresentada;
- Composição dos comités de auditoria dos Conselhos de Administração, incluindo a definição da sua composição e as suas funções;
- Responsabilidade dos auditores externos;
- Canais de comunicação entre accionistas, Conselhos de Administração e auditores externos.

Assim, o relatório *Cadbury* definiria pela primeira vez, na Europa, o conceito de *corporate governance*, que constituía a *pedra angular do mencionado relatório, seria pois o sistema pelo qual as organizações eram dirigidas e controladas, sendo o Conselho de Administração o responsável pelo exercício desta função* (CHÉRCOLES BLÁZQUEZ, 2000: p. 75).

Este relatório definia, basicamente, a responsabilidade dos accionistas em matéria de governo societário⁷⁰, *sendo esta limitada, à nomeação dos membros do Conselho e dos auditores externos e, ao mesmo tempo, a usufruir de um “adequado” governo societário em termos de transparência e integridade* (CHÉRCOLES BLÁZQUEZ, 2000: p. 75).

Ao Conselho eram atribuídas, entre outras, as seguintes responsabilidades: definição dos objectivos estratégicos da organização; uma liderança adequada; a supervisão da direcção; e uma adequada prestação de informação financeira aos accionistas.

O Relatório *Cadbury*, *adicionalmente, reconheceu a vantagem que advém para os utilizadores da informação financeira a obtenção de explicações adicionais e de factores indicativos sobre o futuro da organização, e concluiu que um processo de revisão por parte da direcção de topo de uma organização, que de alguma forma fosse prospectiva*⁷¹, *serviria estes objectivos* (CHÉRCOLES BLÁZQUEZ, 2000: p. 75).

Em consequência destas sugestões e posições assumidas no relatório *Cadbury*, foi publicada, em 1993, uma norma de “*Boa Prática*”, que não alcançou o estatuto de obrigatória nem constituiu um *Accounting Standard*, mas, por certo, teve um sério impacto sobre todas as questões subjacentes ao âmbito da *corporate governance*.

Apesar de tudo isto, as várias sequelas deste tipo de informação fizeram despoletar no Reino Unido séria controvérsia relativamente às propostas do comité *Cadbury*, embora tenha existido apoio generalizado e concordância com as suas recomendações de base. O seu peso e consequências na vida das organizações e nos negócios foi visto como excessivo e um

⁷⁰ Entenda-se *corporate governance*.

relatório, de Dezembro de 1996, da *Deloitte Touche Tohmatsu International* intitulava-se mesmo *Avoiding Corporate Governance Overload*⁷². Foram então levantadas questões efectivas, em particular a minimização da fraude e do abuso. No que se referia à efectividade do controlo interno, que também se tornou um aspecto muito discutível, o *Institute of Chartered Accountants of England and Wales* (ICAEW) advogava fortemente em seu favor, contudo, atribuía-lhe, ainda assim, interesse menos significativo. Inclusivamente, recomendava que somente se fizesse um comentário sobre a racionalidade do controlo interno, em detrimento da respectiva efectividade.

O ICAEW numa declaração, de 27 Setembro de 1997, criticava a confusão na comunidade empresarial entre as propostas do comité entretanto criado⁷³ para estabelecer os princípios de “*Corporate Governancé*”, e os códigos de *Cadbury* e de *Greenbury*⁷⁴ existentes. Opunha-se então à substituição do preconizado naqueles documentos pelas novas propostas, acreditando que resultariam em questões melindrosas em muitas instâncias.

Ainda assim, ninguém pode tirar o mérito ao comité *Cadbury* de ter aberto à Europa esta visão renovada do que deve ser o governo societário adaptado às exigências e expectativas dos novos tempos e dos mercados financeiros e de capitais actuais.

5. O RELATÓRIO HAMPEL

Consciente da controvérsia existente, mas também do impacto fortemente positivo que os relatórios *Cadbury* e *Greenbury* tinham tido no “Bom Governo” das organizações, a *London Stock Exchange* (LSE) criou o *Committee on Corporate Governance* cuja liderança foi entregue a *Sir Ronald Hampel*. Este comité desenvolveu a sua actividade por largo período

⁷¹ *Forward Looking Operating Review*, como refere o relatório *Cadbury*.

⁷² Evitando a sobrecarga da *Corporate Governance*.

⁷³ Como se abordará no ponto seguinte tratava-se do *Committee on Corporate Governance*, liderado por *Sir Ronald Hampel*, que deu origem ao chamado *Relatório Hampel*.

⁷⁴ O relatório *Greenbury* vem na sequência do relatório *Cadbury*. Resultou do trabalho do *Study Group on Directors Remuneration*, criado em 1995, e destinava-se a tratar especificamente um assunto já abordado no relatório *Cadbury*, as formas de remuneração dos executivos.

e foi emitindo alguns relatórios intercalares, constituindo estes aproximações ao que seriam as normas definitivas de *corporate governance* a implementar no Reino Unido.

O *Auditing Practices Board* nos seus comentários preliminares de Outubro de 1997, relativamente ao relatório *Hampel*, concorda com as suas posições, mas alerta que não gostaria de ver um afrouxamento da exigência existente para confirmar se os directores empreenderam processos de verificação da efectividade do sistema de controlo interno.

No relatório final do comité *Hampel*, publicado a 28 de Janeiro de 1998, havia um apelo a atitudes mais duras. As principais mudanças relativamente ao relatório preliminar eram:

Relativamente às Organizações

- Deveriam incluir nos seus relatórios anuais uma narrativa de como são aplicados os princípios básicos;
- Deveriam explicar as suas políticas de *governance*, justificando a adopção das “*melhores práticas*”.

Relativamente aos Directores

- Deveriam receber formação apropriada;
- A maioria dos directores não executivos deveria ser independente e os Conselhos deveriam divulgar no relatório anual quais dos directores não executivos são considerados independentes;
- Aconselhava-se a separação dos papéis de presidente e de director geral, caso fossem a mesma pessoa. As organizações deveriam justificar a decisão da combinação de ambos os papéis numa só pessoa;
- Deveria ser designado no relatório anual um director não executivo, a quem poderiam ser comunicadas as preocupações;
- Os nomes dos directores reeleitos deveriam ser acompanhados por detalhes biográficos⁷⁵;

⁷⁵ Vulgo *Curriculum Vitae*.

- Revelava-se apropriado e útil que um director que renunciasse ao cargo antes da expiração do termo do seu mandato desse explicação sobre esse facto.

Relativamente à Responsabilidade e Auditoria

- Sugeria-se que o comité de auditoria mantivesse sob a sua supervisão a relação financeira global entre a organização e os seus auditores, com vista a assegurar um equilíbrio entre a manutenção de objectividade e o valor despendido.

Relativamente à Remuneração dos Directores

- Não se vislumbrava nenhuma objecção em remunerar um director não executivo com acções da organização, mas não se aconselhava que tal constituísse prática universal;
- Os Conselhos deveriam fixar como objectivo a redução dos contratos dos directores para períodos curtos (um ano ou menos). Todavia, poder-se-ia considerar um objectivo a não implementar de imediato;
- Pensava-se ser vantajoso negociar a saída antecipada de um director acordando com ele o pagamento que teria direito em tais circunstâncias;
- O Conselho deveria estabelecer um comité de remuneração composto por directores não executivos independentes;
- As decisões sobre as políticas de remuneração dos directores executivos deveriam ser delegadas em comités de remuneração;
- A estrutura e o custo da remuneração dos executivos deveria ser uma questão para ser tratada no comité de remuneração;
- Deveria ser procurada a concordância dos accionistas para incentivar novos planos a longo prazo. Já a sua aprovação relativamente ao relatório sobre as remunerações não será muito relevante.

Após alguma discussão desta versão final do relatório *Hampel*, a LSE emitiu, em 25 de Junho de 1998, os chamados *Principles of Good Governance and Code of Best Practices*. Estas novas regras, que alteravam as disposições propostas pelos comités *Cadbury* e *Greenbury*, seriam aplicáveis a todas as organizações cotadas na Bolsa de Londres para os exercícios fiscais terminados em 31 de Dezembro de 1998 e seguintes. Este novo código veio

enriquecer o de *Cadbury* a partir do momento em que se centrava numa definição mais ampla, tanto ao nível do controlo interno como do *risk management*.

Neste sentido, o relatório Hampel define claramente a obrigação do Conselho de Administração de rever, com uma periodicidade anual, a efectividade de todos os controlos. Esta “totalidade de controlos” contemplará tanto os operacionais, os financeiros, os de conformidade e os próprios do “business risk management”.

O relatório entende que a finalidade última deste processo de revisão é assegurar a existência de uma estrutura de controlo através da qual a organização possa tanto proteger-se como incrementar o valor dos accionistas.

(CHÉRCOLES BLÁZQUEZ, 2000: p. 76)

Esta nova postura pressupunha, em definitivo, ultrapassar as posições iniciais do relatório *Cadbury*, já que as propostas deste último se limitavam essencialmente a uma revisão dos controlos financeiros com forte empenhamento da direcção de topo.

6. OS PRINCÍPIOS DE “CORPORATE GOVERNANCE” DA OCDE

Também fora do espaço dos mercados e países de tradição anglo-saxónica se verificaram, atendendo à importância crescente do tema, desenvolvimentos importantes. Assim, em Abril de 1998, os Ministros dos países membros da OCDE solicitaram à referida organização o estudo de uma série de normas e directrizes na área da *corporate governance*. Este pedido visava dar resposta à preocupação crescente que reveste a importância da existência de um bom governo societário ao nível das organizações.

As recentes crises financeiras na Ásia e noutras regiões permitiram tornar claro, para a generalidade dos países do globo, a razão pela qual hoje em dia são tão importantes para a confiança dos investidores e para o desempenho das economias nacionais, assuntos como transparência e informação financeira credível no governo das organizações.

Apesar dos Governos terem um papel fundamental na definição do clima legal,

institucional e regulador no qual se desenvolve a governação societária individual, a principal responsabilidade recai no sector privado. Um bom governo societário permite às organizações que o adoptem determinadas vantagens, designadamente:

- Possibilita afirmar que as organizações utilizam o seu capital de forma eficaz;
- Assegura que as organizações tenham em consideração os interesses de um amplo número de agentes, nos quais se incluem as comunidades onde operam;
- Clarifica as responsabilidades do Conselho de Administração para com a organização e os seus accionistas;
- Ajuda a assegurar que as organizações operam em benefício da comunidade;
- Ajuda a manter a confiança dos investidores nacionais e estrangeiros e a atrair recursos financeiros estáveis de longo prazo.

Assim, na sequência daquela solicitação do Conselho de Ministros da OCDE, foi constituída a *Corporate Governance Task Force*, cuja composição englobava representantes dos vinte e nove governos dos países membros da OCDE, da *EU Commission*,⁷⁶ do Banco Mundial (BM), do Fundo Monetário Internacional (FMI), do *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) e das comunidades empresariais, de trabalhadores e de investidores. A *Task Force* terminou o seu trabalho em Abril de 1999, produzindo os Princípios de “*Corporate Governance*” da OCDE.

Estes Princípios foram aprovados pelos ministros da OCDE no seu Conselho de Ministros de 26 e 27 de Maio de 1999. Os ditos Princípios reconhecem o papel dos accionistas e conduzem a uma cooperação activa para a criação de bem-estar, emprego e organizações financeiramente sãs.

Os Princípios da OCDE representam a primeira iniciativa ao nível das organizações inter-governamentais para a definição de elementos base de um regime de boa governação societária. Assim, ainda que de forma não vinculativa, os referidos Princípios podem utilizar-se como referência para os Governos no momento de definir e melhorar as suas normas e regulamentos para o estabelecimento da estrutura e controlo da *corporate governance*. Podem

⁷⁶ Comissão Europeia.

também ser utilizados por áreas do sector privado que desempenhem um papel na definição dos sistemas de governo societário e das suas melhores práticas.

7. OS DESENVOLVIMENTOS AO NÍVEL DA UNIÃO EUROPEIA

Os desenvolvimentos recentes não conduziram a uma uniformidade de sistemas de *governance* nos diversos Estados-membros. Porém, podem identificar-se alguns elementos importantes de convergência.

Nos anos setenta, a então Comunidade Económica Europeia (CEE), recomendou que deveria ser instituído nas organizações dos Estados membros um Conselho de Administração dual onde existissem representantes dos trabalhadores. Foi como parte desse processo que o *Committee of Inquiry on Industrial Democracy* e o resultante Relatório de *Bullock* de 1977 teve a sua origem, aconselhando vivamente a continuação do modelo do Conselho unitário, mas com representação de associações empresariais. O processo de harmonização tem sido nalguns casos um sucesso. Foram adoptadas nove Directivas principais e alteradas outras quatro.

A Primeira Directiva⁷⁷ (publicada em 14 de Março de 1968) definiu um sistema de divulgação de informação aplicável para todas as organizações comunitárias. Os Estados-membros devem possuir e manter um registo das organizações, o qual deve ser de acesso público. A inscrição no referido registo é seguida de publicação num jornal nacional de dimensão. Este sistema assegura que o acesso ao registo pode ser feito através da Comunidade da mesma forma e para as mesmas questões em qualquer Estado-membro. Através deste mecanismo pode aceder-se publicamente a vários aspectos da vida de uma organização, nomeadamente, o clausulado do pacto social, a identidade das pessoas que detêm o poder para definir parcerias ou para diversificar, os procedimentos previstos para possibilitar o desenvolvimento e crescimento da organização, etc.. Dentro do seu âmbito particular, todas as subsequentes Directivas também se referem a este sistema de divulgação de informação essencial.

⁷⁷ Directiva 68/151/CEE do Conselho, de 9 de Março de 1968, publicada no Jornal Oficial, L 65 de 14/3/1968, p. 8

A Segunda Directiva⁷⁸ (publicada em 31 de Janeiro de 1977) respeita à formação, manutenção e alteração dos capitais próprios de organizações de responsabilidade limitada. Assim, o pacto social de uma organização com estas características tem de fornecer informação essencial a esse respeito. Com vista a preservar o capital, o qual serve como garantia para credores, as distribuições inapropriadas aos accionistas são proibidas e a possibilidade para que uma organização adquira acções próprias foi fortemente limitada.

No caso de um aumento ou redução do capital, os accionistas que estejam nas mesmas condições devem ser tratados de forma idêntica. Também os credores cujas reivindicações antecedam a decisão para que se faça a redução devem ser protegidos. Atente-se que o articulado da Directiva que se relaciona com a compra por uma organização de acções próprias foi alterado posteriormente em 1992 (28 de Novembro 1992).

A Terceira⁷⁹ e a Sexta Directivas⁸⁰ (publicadas, a primeira em 20 de Outubro de 1978 e a segunda em 31 de Dezembro de 1982) respeitam, respectivamente, às fusões e cisões de organizações de responsabilidade limitada com capital publicamente disperso. Os princípios subjacentes a ambas as Directivas são os mesmos. Os accionistas dessas organizações devem possuir informação adequada tão objectiva quanto possível e dispor de mecanismos apropriados de protecção dos seus direitos. Os credores e os possuidores de outros títulos de organizações que se encontrem em processo de fusão devem ser protegidos para que a fusão ou a operação de cisão não lhes cause perda ou dano. Para que esses *stakeholders* se possam manter suficientemente informados, todas as operações efectuadas tendentes a levar a cabo o processo devem ser publicitadas. De forma a ser assegurado o rigor legal de um processo de fusão ou cisão, os casos em que a nulidade possa ser invocada estão limitados e o princípio da regularização é aplicado sempre que possível. Além disso, a nulidade só pode ser invocada durante um curto espaço de tempo.

⁷⁸ Directiva 77/91/CEE do Conselho, de 13 de Dezembro de 1976, publicada no Jornal Oficial nº L 026 de 31/01/1977, p. 1

⁷⁹ Directiva 78/855/CEE do Conselho, de 9 de Outubro de 1978, publicada no Jornal Oficial nº L 295 de 20/10/1978, p.36

⁸⁰ Directiva 82/891/CEE do Conselho, de 17 de Dezembro de 1982, publicada no Jornal Oficial nº L 378 de 31/12/1982, p.47

A Décima Primeira Directiva⁸¹ (publicada em 30 de Dezembro de 1989) adopta como forma de divulgação da informação para as filiais, um sistema muito próximo e baseado na Primeira Directiva.

A Décima Segunda Directiva⁸² impõe aos Estados-membros que ainda o não tenham feito, que regulamentem o caso particular das sociedades unipessoais. Objectivamente pretende-se que se prevejam, nestes casos, garantias equivalentes às impostas pela directiva bem como pelas outras disposições comunitárias aplicáveis às organizações de responsabilidade limitada (publicada em 30 de Dezembro de 1989).

A Quarta⁸³, Sétima⁸⁴ e Oitava⁸⁵ Directivas respeitam respectivamente à forma, auditoria e publicação anual das contas consolidadas, e à aprovação e qualificações das pessoas que examinam as contas (publicada em 14 de Agosto de 1978; publicada em 18 de Julho de 1983; publicada em 12 de Maio de 1984). O preâmbulo da Quarta Directiva permite identificar os casos em que os Estados-membros podem introduzir derrogações. Esta directiva tem sido adaptada periodicamente para permitir o tratamento da inflação, tendo a mais recente adaptação ocorrido em 1994 (25 de Agosto de 1994); foi também alterada para permitir a sua aplicação de forma mais explícita às GmbHs⁸⁶, na Alemanha (em 16 de Novembro de 1990).

Contudo, a maioria das propostas que apontavam para a criação de instrumentos legais uniformes de cooperação e integração tiveram algumas dificuldades, incluindo-se nesse âmbito o papel dos trabalhadores. Apenas o regulamento do *European Economic Interest*

⁸¹ Directiva 89/666/CEE do Conselho, de 21 de Dezembro de 1989, publicada no Jornal Oficial nº L 395 de 30/12/1989, p.36

⁸² Directiva 89/667/CEE do Conselho, de 21 de Dezembro de 1989, publicada no Jornal Oficial nº L 395 de 30/12/1989, p.40

⁸³ Directiva 78/660/CEE do Conselho, de 25 de Julho de 1978, publicada no Jornal Oficial nº L 222 de 14/08/1978, p.11

⁸⁴ Directiva 83/349/CEE do Conselho, de 13 de Junho de 1983, publicada no Jornal Oficial nº L 193 de 18/07/1983, p.1

⁸⁵ Directiva 84/253/CEE do Conselho, de 10 de Abril de 1984, publicada no Jornal Oficial nº L 126 de 12/05/1984, p.20

⁸⁶ *Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, a designação das sociedades por quotas alemãs.

*Grouping*⁸⁷ foi adoptado, introduzindo nos estados membros um novo instrumento legal projectado para facilitar a cooperação entre organizações dos diferentes Estados-membros (25 de Julho de 1985)⁸⁸.

De facto, embora os debates no âmbito desta matéria não tenham cessado, a verdade é que não ocorreu nenhum outro desenvolvimento assinalável. Na Europa foram, pois, adoptadas medidas dispersas, centradas nos aspectos da defesa da integridade dos mercados e do combate às fraudes e abusos, nos princípios contabilísticos a adoptar pelas empresas, na regulamentação da actividade de auditoria e de análise financeira e nos deveres de informação ao mercado.

Sem prejuízo dos esforços individualmente levados a cabo pelos diversos países europeus, a União Europeia (UE) debruçou-se igualmente sobre o governo das sociedades. Após várias iniciativas tomadas a este nível, perspectiva-se que, UE apresente um plano de acção tendente ao alinhamento do direito das sociedades, no qual serão definidos os principais objectivos políticos em matéria de governo de sociedades: fundamentalmente, o reforço dos direitos dos accionistas, a protecção de terceiros e o fomento da eficiência e da competitividade das empresas.

Ao nível académico e da supervisão, torna-se evidente a insuficiente eficácia dos mecanismos de governo das empresas e a urgente necessidade do seu aperfeiçoamento. Efectivamente, no decurso das décadas de oitenta e noventa, adquiriu-se a percepção, em resultado de múltiplos estudos efectuados neste domínio e da observação das práticas empresariais, de que a gestão das empresas nem sempre era conduzida com adequada salvaguarda dos interesses dos seus accionistas. Neste sentido, a Comunidade Europeia pondera se é apropriado avançar com qualquer proposta de *corporate governance*, tendo como base de reflexão as conclusões de estudos efectuados com o seu patrocínio. Através destes, procurou averiguar-se dentro da UE o modo desejável de simplificar ou adaptar os procedimentos nacionais relativamente à estrutura e organização dos poderes nas organizações

⁸⁷ Agrupamento Europeu de Interesse Económico.

⁸⁸ Até meados de 1998 encontravam-se constituídos 772 Agrupamentos Europeus de Interesse Económico (VINTEN, 1998: p. 427).

de responsabilidade limitada com capital publicamente dispersos, de forma a tornar os pactos sociais mais alinhados com a realidade económica actual e, em particular, com a dimensão europeia e/ou internacional na qual as organizações operam. Este documento concluiu que seria necessário adoptar medidas de simplificação e adaptação em várias questões, nomeadamente: administração e gestão das organizações; supervisão interna e externa; direitos e obrigações dos accionistas; direitos de voto e princípio da proporcionalidade entre direitos de voto e capital subscrito; protecção de accionistas minoritários; obrigação dos directores para com partes terceiras.

Apesar de todos estes esforços, o clima de indecisão e de falta de vontade política têm protelado a emissão de directiva ou directivas específicas para dar tratamento a esta matéria. Contudo, os países mais influentes do nosso espaço regional têm, individualmente, produzido regulamentação própria. Malgrado não existir harmonização formal ao nível da UE, muitos são os Estados-membros que já contemplam nas suas práticas a regulamentação em sede de *corporate governance*. Salientam-se, a título de referência, os casos das maiores economias do espaço comunitário e, por questão de proximidade geográfica, a evolução do processo na nossa vizinha Espanha.

Assim, em França as privatizações ocorridas e a abertura do mercado de Paris aos investidores estrangeiros favoreceu o rápido desenvolvimento de novas questões, até aí pouco frequentes, relativas às regras e às práticas de funcionamento dos conselhos de administração das sociedades cotadas francesas que, naturalmente, requeriam esclarecimento. Surgiu assim um acesso debate, alimentado de resto pelas reflexões sobre “o governo” das empresas que anteriormente tinham tido grande desenvolvimento nos EUA e no Reino Unido.

Nesse sentido, o *Conseil National du Patronat Français* e a *Association Française des Entreprises Privées* confiaram a um Comité especialmente constituído para o efeito o cuidado de avaliar os principais problemas relativos à composição, às atribuições e ao modo de funcionamento dos conselhos de administração das sociedades cotadas. Este Comité passou em revista estes problemas e as diferentes alternativas para as soluções a propor. Fundamentalmente, o Comité interrogou-se sobre a adaptação às expectativas do mercado e às necessidades das empresas, das disposições da legislação sobre sociedades então vigente em

França no que concerne aos conselhos de administração, bem como sobre os princípios que deveriam permanentemente inspirar tanto os próprios conselhos como cada um dos administradores das sociedades cotadas. O trabalho do Comité culminou, em Julho de 1995, com a publicação do documento *Le Conseil d'Administration des Sociétés Cotées*⁸⁹, o qual, basicamente, formulava um conjunto de recomendações que, ao nível dos conselhos de administração, visavam aumentar a confiança dos investidores, potenciais ou efectivos, nos órgãos sociais das empresas.

O relatório publicado em 1995 foi, na altura, acolhido com algum cepticismo. Contudo, quatro anos volvidos, era claro que grande número das recomendações formuladas no relatório *Vienot I* foram progressivamente consideradas e tiveram um efeito positivo no funcionamento dos órgãos de gestão das sociedades, bem como nas suas relações com os seus accionistas. Designadamente, os direitos e deveres dos administradores foram clarificados e especificados em numerosas sociedades, a divulgação e clarificação das participações cruzadas entre sociedades permitiu reduzir o número de administradores recíprocos, os administradores independentes adquiriram um papel mais significativo e relevante em muitos dos conselhos. Também se verificou que a eficácia do trabalho desenvolvido pelos conselhos saiu reforçada pela criação de comités especializados, de auditoria, de remunerações e de selecção.

De maneira geral, observou-se uma preocupação crescente das empresas francesas em aderir aos princípios de *corporate governance*, actualmente preconizados por numerosas associações de investidores institucionais e individuais. Esta evolução vinha-se igualmente verificando nos países detentores de mercados mais evoluidos e um pouco por todo o mundo. A este movimento juntaram-se algumas organizações internacionais de referência: a OCDE, o Banco Mundial, o FMI, entre outras, declararam-se apologistas das práticas e preocupações da *corporate governance* e elaboraram, elas próprias, códigos de conduta e de boas práticas para serem utilizadas genericamente pelas organizações.

Nestas condições e como sugerido pelos autores do relatório de 1995, impunha-se um novo exame das práticas francesas de *corporate governance*. Assim, a *Association Française*

⁸⁹ O documento veio a ser conhecido por Relatório *Vienot I*

des Entreprises Privées e o *Mouvement des Entreprises de France*, duas grandes associações de empresários franceses, encarregaram um Comité, no final do ano 1998, de examinar a oportunidade de actualizar e completar as recomendações formuladas em 1995.

Sem pretender ser apenas mais um código de *corporate governance*, em Julho de 1999, o Comité emitiu diversas recomendações práticas que constituíram um novo documento, *Rapport du Comité sur le Gouvernement d’Entreprise*⁹⁰. O objectivo do documento era o de completar o relatório de 1995 que se mantinha em vigor. Clarificavam-se e adoptavam-se novas recomendações designadamente, as questões relativas à dissociação das funções de Presidente e de Director Geral e à divulgação das remunerações e dos planos de opções sobre acções dos gestores das sociedades cotadas. O relatório formula ainda diversas recomendações relativas aos administradores, ao funcionamento dos Conselhos e dos seus Comités, à informação financeira e à assembleia-geral. O seu âmbito de aplicação estende-se a todas as sociedades com títulos cotados que o devem adoptar como referência.

Em Espanha, os primeiros passos no âmbito da *corporate governance* foram dados sobre o patrocínio do Círculo de Empresários. Em Outubro de 1996, aquela entidade referia na introdução do documento por si emitido - *Una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de Administración* - que *a saúde económica de um país está fortemente dependente da competitividade dos seus negócios e está, por sua vez, fortemente condicionada pelo funcionamento dos seus órgãos de governo e controlo das suas empresas*. Esta declaração, justificava, por si só, que se passasse a dar muito mais atenção e relevância do que até aí, às regras, leis e práticas que regiam o desempenho dos Conselhos de Administração das empresas espanholas.

O referido Círculo de Empresários entendeu que era esse o momento oportuno para abordar esta questão. As crises financeiras e empresariais que na altura ocorreram, por vezes com dimensões alarmantes, tiveram grande impacto nos mercados e no público em geral. Assim, naturalmente, despertaram o interesse de saber como é que os órgãos de gestão dessas empresas não conseguiram prever, implementar e manter os necessários dispositivos de controlo interno que poderiam ter evitado estes problemas.

⁹⁰ Conhecido por Relatório *Vienot II*

Na sequência deste documento e em consonância com idênticas preocupações, em Fevereiro de 1998, o *Instituto Universitário Euroforum Escorial* emitiu algumas directrizes sobre o assunto constantes do documento *The Governance of Spanish Companies*. Na mesma altura, por iniciativa do Conselho de Ministros Espanhol, que havia criado anteriormente a *Comisión Especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades* foi publicado o documento *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas*. Este documento resultou do trabalho desenvolvido pela *Comisión Especial* presidida pelo *Professor Manuel de Olivencia Ruiz* e, por isso, foi apelidado de *Relatório Olivencia*. Entre outras recomendações, o Relatório incitava as empresas com títulos cotados a adoptarem o *Código de Ética y Buen Gobierno* (CEBG), o qual fazia parte integrante do referido relatório.

Ainda em 1998, a *Ley de Reforma da Ley del Mercado de Valores* veio modificar algum do articulado da *Ley de Sociedades Anónimas* com a finalidade de liberalizar e flexibilizar o regime de emissão de valores. Em 1999, a *Ley de Medidas Fiscales Administrativas y del Orden Social*, veio igualmente alterar a *Ley das Sociedades Anónimas* e a *Ley del Mercado de Valores*. Neste caso regulamentaram-se os sistemas de remuneração que contemplem a entrega de acções, de opções sobre acções ou que estejam referenciadas ao valor destas. Este processo de adaptação da legislação às novas correntes e às crescentes exigências dos mercados, culminou em 24 de Novembro de 1999, com a *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV) a aconselhar as organizações com títulos cotados a adoptarem o CEBG preconizado pela *Comisión de Olivencia*.

O último país a incorporar-se nesta tendência de regular o problema da governação das sociedades foi a Alemanha. Um pouco a exemplo do movimento reinante em toda a Europa, para além da publicação das recomendações e dos códigos de cumprimento voluntário, a necessidade de melhorar o governo das sociedades deu igualmente lugar a um movimento legislativo nos diversos países.

A Alemanha não foi excepção. Na Alemanha verifica-se a existência de um ordenamento jurídico muito particular que se caracteriza por estar dotado de um modelo singular de governo societário, designadamente em função da contraposição aí existente entre o *Vorstand* (órgão equivalente à direcção no direito português) e o *Aufsichrat* (conselho geral) e das suas regras sobre co-gestão (*Mitbestimmung*). Assim, o legislador alemão deu um passo

de excepcional importância, tendente à melhoria do governo societário das empresas, ao aprovar, em Abril de 1998, uma lei⁹¹ (KonTraG) sobre o controlo e a transparência das empresas. Esta lei nasceu com a intenção de reforçar a posição dos accionistas mediante um aumento da transparência e um maior controlo da actuação dos conselhos de administração.

Na sequência deste diploma, verificou-se grande intensificação no estudo do problema. Em Junho de 1998, foram publicadas, as chamadas *DSW Guidelines das responsabilidades da Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz* que abordavam as questões da *corporate governance* na perspectiva dos investidores. Já no ano de 2000 verificou-se a publicação de dois códigos de iniciativa privada, que disputavam entre si os favores do tecido empresarial e do mercado: um documento sobre boas práticas societárias que, em função do seu local de publicação, ficou conhecido como o “Código de Frankfurt”⁹² e outro que se intitulou *German Code of Corporate Governance*⁹³.

Em função da fragmentação do mercado que este dualismo de códigos originava, e em resposta também a alguns escândalos societários, em Maio de 2000 o governo federal alemão formou uma comissão para aperfeiçoar a competitividade das sociedades alemãs e o seu sistema de governação. A presidência desta comissão foi entregue a um destacado académico, o *Professor Theodor Baums*, esperando-se que após a análise da situação vigente venha proximamente a fazer propostas concretas de alteração ao regime societário e seu controlo.

Em resumo, o panorama a nível comunitário nesta matéria é o de que, mais ou menos por todo o espaço comunitário, cada um por si, os Estados-membros têm vindo a emitir legislação e recomendações, num esforço conjunto para aproximar os vários sistemas de *governance* existentes.

⁹¹ *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* ou KonTraG

⁹² O documento designava-se *Corporate Governance Rules for German Quoted Companies* e resultou do trabalho do *German Panel on Corporate Governance*

⁹³ Este documento, da responsabilidade de um grupo de especialistas nomeados pelo Círculo de Iniciativa de Berlim (*Berliner Initiativkreis*) tinha como principais destinatárias as empresas alemãs cotadas.

III – SITUAÇÃO ACTUAL E PERSPECTIVAS FUTURAS

Aujourd’hui le gouvernement d’entreprise concerne la responsabilité en matière de performance⁹⁴.

(MAYER, 1996: p. 10)

La formulation d’une politique serait grandement facilitée si l’on avait la preuve qu’il existe une relation directe entre le gouvernement d’entreprise et la performance des entreprises⁹⁵.

(MAYER, 1996: p. 7)

⁹⁴ Hoje em dia o governo das sociedades respeita à responsabilidade em matéria de desempenho [nossa tradução].

⁹⁵ A formulação dum política será bastante facilitada se existirem provas de que há uma relação directa entre o governo e o desempenho da organização [nossa tradução].

A máxima do filósofo grego *Heráclito* “*Não há nada mais permanente que a mudança*” é, hoje em dia, também uma real verdade. Com efeito, incerteza, mudança, turbulência são três palavras repetidas até à exaustão no vocabulário dos gestores dos nossos dias, bem como na literatura especializada sobre temas de gestão. Ao contrário do que se poderia pensar, a actual fase de turbulência por que passam presentemente todos os negócios, já não é passageira mas sim definitiva.

Algumas correntes do pensamento actual⁹⁶ entendem que o melhor modo de enfrentar a tempestade da mudança consiste em responder a três perguntas fundamentais:

- Como será a organização no futuro?
- Como gerir o processo de mudança?
- Qual será o novo papel dos líderes?

Atendendo a que a velocidade e a intensidade da mudança tendem a aumentar, tal situação obrigará, infalivelmente, os gestores a tomar decisões mais rápidas e rigorosas. Assim, há todo o interesse em promover nas organizações um estado de inquietação e interrogação permanentes, alicerçado na informação.

A informação é, de facto, cada vez mais, uma arma preciosa, pois estimula a tomada de decisões rápidas, sustentadas e com elevada probabilidade de sucesso. Contudo, o excesso de informação pode conduzir ao imobilismo, sendo necessária a selecção da mais importante e útil, o seu tratamento e a sua interpretação rigorosa. Nesta fase, são essenciais os processos de comunicação instituídos e, sobretudo, os conhecimentos e competências do gestor.

A tarefa do gestor, é a cada momento, em função de cada situação e da informação disponível, *DECIDIR*. Assim, terá forçosamente que se munir de instrumentos de gestão potentes e fiáveis. De salientar, pois, que as suas decisões já não afectam somente o universo restrito da organização, mas todo um ambiente, interno e externo, que influencia e se deixa influenciar por ela, ou seja, reforça-se o papel das organizações enquanto sistemas abertos.

⁹⁶ CHAMPY, James e NOHRIA, Nithin, citados por (CARDOSO, 1996: p. 6).

1. A RESPONSABILIZAÇÃO DA ORGANIZAÇÃO

As muitas e rápidas mudanças que ocorrem no ambiente externo exigem, cada vez mais, a atenção dos gestores. Como se referiu, o componente da acção directa do meio ambiente consiste basicamente nos *stakeholders*, isto é, nos grupos que têm interesse sobre as actividades da organização. Entre os *stakeholders* externos estão os consumidores, fornecedores, governos, grupos de interesses especiais, os media, os sindicatos de trabalhadores, instituições financeiras e concorrentes. Entre os *stakeholders* internos situam-se, entre outros, os trabalhadores, os accionistas e o Conselho de Administração.

Entre outros, o papel dos gestores consiste em equilibrar os interesses dos vários *stakeholders* para bem da organização como um todo. Podem, para isso, usar as formas de comunicação habituais de relacionamento entre aqueles e a organização, objectivando influenciá-los individualmente. Por seu lado, os *stakeholders* podem unir-se em grupos tendentes a exercer influência sobre a organização, e alguns deles podem, igualmente, ter interesses conflitantes na organização.

O ambiente é outra variável fundamental: determina tanto o nível de incerteza que uma organização enfrenta, como define o seu grau de dependência externa relativamente à obtenção de recursos vitais. Em ambientes turbulentos, as organizações devem afectar mais recursos ao acompanhamento da evolução do meio ambiente. Os gestores, especialmente nos níveis mais elevados, devem acompanhar a evolução do ambiente externo e tentar prever mudanças que irão afectar a organização, e sempre que possível antecipar-se a essas mudanças, assumindo uma atitude proactiva ao invés de reactiva.

A componente de acção indirecta do meio ambiente, tem que ver com as variáveis sociais, económicas, políticas e tecnológicas que influenciam mais indirectamente a organização. Essas variáveis criam um clima ao qual a organização se deve ajustar, e potencialmente podem influenciar e penetrar no ambiente de acção directa. Por um lado, as variáveis demográficas e de estilo de vida moldam o tipo de mão-de-obra utilizada e a base dos consumidores da organização. As mudanças nos valores estão no âmago de todas as outras mudanças: sociais, económicas, políticas e tecnológicas. Neste sentido, os gestores

devem procurar conseguir distinguir entre mudanças estruturais e cíclicas na economia, e adaptarem-se a elas.

Em simultâneo, os gestores devem enfrentar a influência crescente dos grupos de interesses especiais nos desenvolvimentos políticos e tecnológicos que alimentam a concorrência entre as organizações. Os avanços tecnológicos nas comunicações e nos transportes tornaram o ambiente internacional cada vez mais presente, e este facto aumentou a complexidade dos componentes da acção directa e de acção indirecta do meio ambiente.

Desde meados do século XX, as práticas dos negócios têm sido cada vez mais analisadas com vista a que lhes seja atribuído um forte cunho de honestidade e transparência. Hoje em dia, em pleno início do século XXI, a maior parte das pessoas crê que os gestores têm responsabilidades tanto para com a organização em geral como para com os seus trabalhadores.

A afirmação clássica da responsabilidade social organizacional foi criada por Andrew Carnegie no seu livro “O evangelho da riqueza” (1899). O “Evangelho” de Carnegie baseava-se no princípio da caridade⁹⁷ e no princípio da custódia⁹⁸. Carnegie era um notável filantropo e a sua filosofia inspirou uma preocupação com a responsabilidade social das organizações entre as décadas de 1930 e 1960. Os inconvenientes do “Evangelho” de Carnegie eram que ele preservava o status quo e protegia as organizações de outras formas de pressão, e que a expressão responsabilidade social era tão vaga que deixava muita coisa por conta do discernimento individual.

(STONER, 1995: p. 85)

Nos anos 60, o economista *Milton Freadman*⁹⁹ afirmou que a única responsabilidade social das organizações era maximizar os lucros dentro dos limites da lei. Considerava que a contribuição dada pelas organizações ao bem-estar geral limitava-se à produção eficiente de bens e serviços e a resolução dos problemas sociais deveria ser deixada para os indivíduos afectados e para os órgãos governamentais.

⁹⁷ Os membros ricos da sociedade são obrigados a ajudar os menos afortunados.

⁹⁸ Os ricos são guardiões da riqueza e da propriedade pública.

⁹⁹ Referido por (STONER, 1995: p. 85).

De facto, até à década de 70, o maior objectivo em termos dos sistemas de *governance* era o de afectar os recursos da organização¹⁰⁰ para a obtenção do maior resultado possível, em que a forma específica como o resultado era obtido não era importante. Porém, alguns escândalos e mesmo algumas tragédias que surgiram, chamaram a atenção mais intensamente para a actuação das organizações. Passaram a existir, deste modo, pressões da opinião pública sobre os políticos para o desenvolvimento de um novo normativo legal, no sentido de proteger os interesses dos trabalhadores, clientes, investidores, ambientalistas, entre outros.

Contudo, ainda na década de 50 e mais especialmente na de 60, outros críticos começaram a alertar para as deficiências da responsabilidade social das organizações e a defender a sua substituição pelo conceito de reactividade social. Num nível micro de análise, tal significava tentar mostrar a cada organização como ser mais reactiva socialmente. A análise presumia que a regulamentação por parte do Governo e a opinião pública afectavam as decisões das organizações e que estas deveriam ser tomadas tendo em mente essas considerações.

Porém, os modelos de reactividade social não proporcionavam orientações práticas para privilegiar um deles em detrimento de outro, sendo difícil determinar uma hierarquia de valores. Essa deficiência, juntamente com a preocupação pública com as questões éticas, fez com que os investigadores na área da gestão se concentrassem de forma mais efectiva e acelerada na ética dos negócios, isto é, no estudo do modo como as decisões dos negócios afectariam terceiros. A maior parte das questões éticas ocorre num destes quatro níveis: sociedade, *stakeholders*, políticas internas e ao nível pessoal.

Esta ideia do raciocínio ético pressupõe que há uma capacidade de entender a linguagem ética, nomeadamente termos como *valores, direitos e deveres, regras morais e relacionamentos*. De igual modo obriga à percepção dos ditames básicos da moralidade comum, desde o cumprimento das promessas até ao respeito pela propriedade. *Além disso, precisamos compreender a distinção entre a perspectiva da justiça, geralmente usada pelos*

¹⁰⁰ Incluindo os recursos humanos.

homens, e a perspectiva do envolvimento, que as mulheres normalmente usam ao tomar decisões. (STONER, 1995: p. 85).

Para actuarem com ética, os gestores devem avaliar as suas opiniões relativamente aos efeitos sobre os diferentes grupos de *stakeholders*. Por forma a simplificar a tomada de decisão ética, os gestores também podem institucionalizar a ética criando códigos de conduta e comités de ética, ou realizando programas de sensibilização para a ética, bem como auditorias sociais.

Os gestores devem, de igual modo, estar conscientes das tentações do relativismo ingénuo¹⁰¹ e do relativismo cultural¹⁰² e evitar ambos. A principal contribuição do relativismo para o debate sobre ética nos negócios é recordar-nos da interacção entre os indivíduos e a comunidade, um requisito básico para o pensamento ético.

Tricker (1984), *Keasey e Wright* (1993)¹⁰³ lembram que a *corporate governance* deve ser vista como tendo duas dimensões amplas. Primeiro, o acompanhamento de como o desempenho da gestão e o assegurar da responsabilidade da gestão para com os accionistas dá ênfase à dimensão de relação de agência existente e de responsabilidade do *corporate governance*. Segundo, as estruturas de *governance* e os processos necessários ao desenvolvimento de mecanismos de motivação do comportamento dos gestores no sentido do crescimento do negócio.

Reconhece-se que, apesar da responsabilidade ser essencial, não deve ser obrigatoriamente imposta sem que se reconheça a necessidade de permitir que determinada organização crie riqueza para os seus *stakeholders*. Além disso, também se reconhece não dever ser permitido que a organização e a persecução da criação de riqueza se desenvolva de qualquer forma, mas em reconhecimento do facto de que a responsabilidade efectiva perante os *stakeholders* existe de facto e é necessária.

¹⁰¹ A ideia de que os seres humanos são em si o padrão pelo qual devem ser julgados.

¹⁰² A ideia de que a moralidade é relativa a uma cultura em particular.

¹⁰³ Citados por (SHORT, 1999: p. 338).

Numa perspectiva de agência, importa estabelecer uma estrutura de *corporate governance* apropriada, surgida por força da separação da propriedade e do seu controlo. Mas, segundo *Hart*¹⁰⁴, podem decorrer daqui problemas de agência originados pela incapacidade de realização de contratos que pudessem prever de algum modo todas as possíveis eventualidades futuras.

O termo “*corporate governance*” veio englobar esses dispositivos, mecanismos e estruturas que agem como forma de averiguar o comportamento *self-serving* dos gestores e administradores (*Jonh e Senbet*, 1998)¹⁰⁵. Contudo, o grande objectivo da verificação destas formas de comportamento é promover a operação eficiente da organização.

Os procedimentos utilizados para reduzir o comportamento *self-serving*, e consequentemente melhorar a responsabilidade, não podem ser vistos como eficientes se impedirem o desempenho da organização. Uma “boa” *corporate governance* pode então considerar-se aquela que engloba todos esses procedimentos, mecanismos e estruturas respeitantes ao controlo e à responsabilidade, mas simultaneamente aquela que também promove economicamente a organização e o desempenho organizacional. Todavia, está longe de ser claro que as recomendações dos vários códigos de acção de *corporate governance* estejam aptas a alcançar o “*bom governo*” no âmbito da responsabilidade e das perspectivas da organização. Ambas as perspectivas necessitam ser consideradas quando se tenta criar uma estrutura de *governance* e um corpo de procedimentos que conduzam a um melhor desempenho. Porém, o vínculo assumido entre *corporate governance* e o desempenho da organização não é universalmente aceite¹⁰⁶.

A estrutura de *corporate governance* esboçada por *Keasey e Wright* (1993)¹⁰⁷ sugere que o efectivo governo das organizações envolve um conjunto multifacetado de actividades, entre as quais investidores institucionais, membros dos conselhos de administração internos e

¹⁰⁴ Citado por (SHORT, 1999: p. 338).

¹⁰⁵ Citado por (SHORT, 1999: p. 338).

¹⁰⁶ Por exemplo, o Comité de *Hampel* no seu relatório preliminar de 1997 referia que era importante reconhecer não existir nenhuma forte evidência, que possibilitasse estabelecer elos de ligação entre o sucesso da organização e o seu *bom governo*, embora se acreditasse que o *bom governo* aumentava aquele propósito.

¹⁰⁷ Citados por (SHORT, 1999: p. 338).

externos, executivos com incentivos apropriados de remuneração base, constituição dos comités, auditoria, o mercado onde se negocia o controlo da organização, etc.. Uma questão particularmente importante a considerar é a de saber até que ponto certos mecanismos de *governance* afectam a responsabilidade e as actividades da organização.

Estes mecanismos da *governance* podem ser substituídos e/ou complementados neste âmbito, e uma análise mais detalhada deve ter em consideração se as relações entre os mecanismos alternativos de *governance* aumentam a responsabilidade em detrimento da actividade essencial da organização. O ideal será, apesar da diversidade existente, que os sistemas de *corporate governance* permitam alcançar conjuntamente as duas metas: a da responsabilidade e a do desenvolvimento da organização.

2. OS MERCADOS FINANCEIROS GLOBAIS

Abordar a questão da *corporate governance* como tema relativo a estruturas financeiras poderá parecer estranho. No sentido terminológico rígido da expressão, a *corporate governance* é definida, como foi dito, como sendo o modo pelo qual são dirigidas e controladas as organizações, referindo-se, assim, a um regime legal. A melhor forma para apreender o sentido dos padrões de *corporate governance* é a comparação da estrutura dos mercados financeiros e de capitais. As diferenças reveladas explicam, em grande parte, a dificuldade de harmonização naquela área.

Com efeito, as legislações são elaboradas tendo em consideração as condições económicas e as tradições sociais que diferem amplamente de país para país. Porém, há, hoje em dia, uma tendência clara para que o mercado represente um papel cada vez maior no exercício do controlo das organizações, não só face aos efeitos da liberalização dos novos serviços e produtos financeiros com que as organizações podem começar a contar, mas também pelo efeito da globalização dos mercados. Efectivamente, cada vez mais, os investidores institucionais actuam à escala mundial, e conseqüentemente exportam as atitudes de investimento utilizadas e transaccionadas nos seus países. Particularmente, o relacionamento investidor/organização e o activismo accionista dos fundos de pensões nos

EUA são relevantes para o debate sobre *corporate governance* na Europa. Este activismo accionista está, hoje em dia, provavelmente mais difundido na Europa e influenciará os investidores institucionais europeus e determinados grupos accionista organizados.

As organizações europeias devem estar atentas a este processo, acompanhando o seu desenvolvimento com especial cuidado. Devido à paralisação completa da harmonização adicional das regras societárias na Comunidade Europeia e à importância da existência de uma “boa” *governance* para a sua cotação accionista, um grupo de trabalho do *Centre for European Policy Studies* (CEPS) propôs que aquelas organizações do velho continente deveriam adoptar directrizes voluntárias relativamente à gestão e controlo das mesmas.

2.1. A IMPORTÂNCIA DOS MERCADOS DE VALORES

Apesar da globalização crescente e da integração dos mercados um pouco por todo o mundo, a dimensão relativa de mercados bolsistas não tem a mesma expressão em todos os países.

Na Europa, o nosso ambiente regional de influência, *no final de 1993, a capitalização dos mercados de valores em percentagem do Gross Domestic Product (GDP)¹⁰⁸ variava entre 132% do GDP no Reino Unido e 61% na Holanda para 25% na Alemanha e somente 13% na Itália* (LANNOO, 1996: p.1). Segundo *Lannoo* (1996), o número de empresas e organizações domésticas cotadas variou de 1.927 no Reino Unido para 664 na Alemanha, 726 na França e 242 na Itália.

Globalmente, a capitalização comum dos mercados de valores na UE, expressa em percentagem do Produto Interno Bruto (PIB), situa-se muito abaixo dos níveis registados no Japão e nos EUA. No final de 1993, a Europa dos quinze teve uma capitalização do mercado de valores de somente 44% do PIB, comparado com 73% no Japão e 83% no EUA¹⁰⁹.

Excluindo o Reino Unido, a capitalização comum dos mercados de valores ascende a

¹⁰⁸ O mesmo que Produto Interno Bruto (PIB).

¹⁰⁹ Agrupando os índices New York Stock Exchange (NYSE) e *National Association of Securities Dealers*

29% ou 30% do PIB, inclusive nos três novos Estados membros. Países como a Suécia e a Holanda são exceções notáveis. Nenhum é conhecido por ter mecanismos de *corporate governance* especialmente transparentes ou abertos, mas a capitalização dos seus mercados de valores é muito mais elevada que noutros países europeus continentais, como é caso da Suíça.

Dados relativos a 1995, embora incompletos¹¹⁰, apontavam para a confirmação destes níveis de capitalização do mercado de valores como percentagem do PIB para alguns países, como sejam a Alemanha, a França, a Itália e o Reino Unido, enquanto são observados fortes aumentos noutros, em particular na Holanda, na Suécia e na Suíça.

O número de empresas e organizações domésticas cotadas na UE, especialmente quando se incluem os novos Estados-membros da UE, resultam mais evidentes ao observarmos o quadro da página seguinte, onde também tomamos em consideração os índices japonês e os americanos NYSE e NASDAQ. A diferença dentro da UE surge entre o Reino Unido, por um lado, e os outros estados membros por outro, revelando-se bastante acentuada. Saliente-se que estes dados são meramente históricos, ainda expressos em ECU¹¹¹, a antiga unidade de conta europeia, e que as organizações cotadas incluem os mercados principais e os paralelos de transacção de títulos embora a capitalização do mercado assente essencialmente no mercado principal do estado mencionado, com excepção da Alemanha onde superintende a Federação de Bolsas Alemãs.

Automated Quotation (NASDAQ).

¹¹⁰ Cf. (LANNON, 1996: p. 1)

¹¹¹ Atendendo à paridade entre as moedas europeias e o euro, o ECU passou, a partir de 31-12-1998, a ser cotado a 200\$482. No último dia de 1993 e segundo o Banco de Portugal, a sua cotação era de 197\$202.

País	Capitalização		Organizações Domésticas Cotadas
	Em ECU mn	% of PIB	
B	69.526	38,60	165
DK	35.504	30,60	206
D	409.610	25,10	664
GR	10.738	17,10	130
F	404.926	37,90	726
IRL	15.259	38,90	53
I	128.056	15,10	242
L	17.170	195,10	56
NL	162.356	61,50	239
P	10.432	16,30	89
ESP	105.675	25,90	374
UK	1.065.515	132,40	1927
EU12	2.434.766	44,30	4871
AUS	25.178	16,30	111
SF	20.922	29,70	57
SWE	95.095	59,70	197
EU15	2.575.961	43,80	5236
CH	240.812	113,90	2115
N	24.332	27,80	120
JAPAN	2.672.638	73,80	1667
US-NYSE	3.752.446	70,30	1788
US-NASDAQ	703.827	13,20	4310

Figura 2: Organizações domésticas cotadas por país e alor total de mercado no final de 1993

Fonte: FIBV, Federation of European Stock Exchanges, and *European Economy* cf. (LANN00, 1996: pp. 2 a 3)

Poder-se-ia esperar que, o mais importante fossem os mercados de valores destinados à transacção dos direitos de controlo em cada país. Logo, o fundamental poderia ser a actividade tendente à realização de *takeovers*¹¹². Todavia, esta correlação não parece resultar evidente da

¹¹² Aquisições no mercado de um lote de acções que permite o controlo de uma empresa sem o conhecimento ou acordo da sua administração ou dos seus principais accionistas.

análise efectuada pela *European Economy*¹¹³, tendo em consideração os dados nacionais das organizações envolvidas em operações de fusões e aquisições na UE, para o período 1991 a 1994, como se pode observar na figura seguinte.

(em número de ocorrências como percentagem do total da UE)

	B	DK	D	GR	E	F	IRL	I	L	NL	P	UK
Previstas	5,1	4,2	29,7	0,5	9,2	14,8	1,0	7,2	0,7	8,0	1,0	18,7
Efectuadas	3,3	5,6	17,6	0,1	1,4	21,5	3,4	5,3	1,5	10,5	0,2	29,8
Desvio	-1,8	1,4	-12,1	-0,4	-7,8	6,7	2,4	-1,9	0,8	2,5	-0,8	11,1

Figura 3: Participação média em fusões internacionais e takeovers por Estado-Membro 1991-1994

Fonte: *European Economy*, Março 1995, cf. (LANNNOO, 1996: p. 3)

Embora possa ser observado determinado grau de convergência ao longo do tempo, os padrões de financiamento das organizações apresentam igualmente diferenças significativas, nomeadamente na UE.

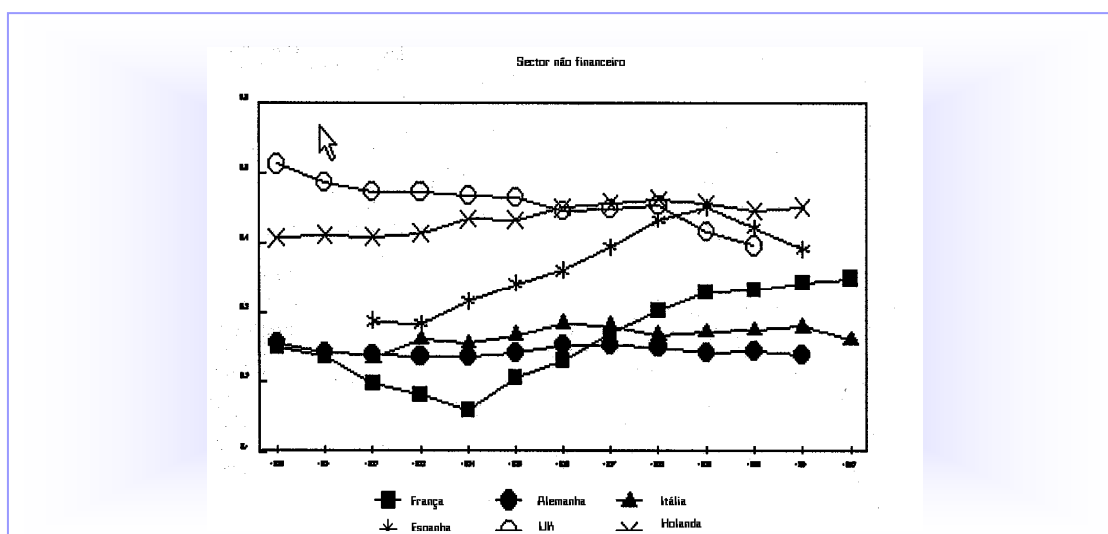


Figura 4: Rácios de autonomia financeira em alguns países da UE

Fonte: AAVV cf. (LANNNOO, 1996: p. 4)

A figura 4 faz uma síntese comparativa dos rácios de autonomia financeira de seis estados membros da UE, com base em dados retirados dos balanços consolidados do sector não financeiro (dados BACH).

¹¹³ cf. (LANNNOO, 1996: p. 3).

Genericamente, são reveladas as diferenças entre países onde a indústria predominantemente se autofinancia através da emissão de novas acções, com elevados rácios de autonomia financeira e através de outros meios, como contracção de dívida ou utilização de reservas internas.

A generalização sobre as diferenças existentes entre os sistemas continentais *versus* sistemas anglo-saxónicos não está, no entanto, justificada. Não só porque o Reino Unido apresenta um rácio de autonomia financeira elevado, mas porque também a Holanda e, recentemente, a Espanha o apresenta. Todavia, globalmente, as diferenças entre países pouco alavancados e muito alavancados¹¹⁴ revelam-se menos pronunciadas. Além disso, como refere *Lannoo* (1996), embora os dados BACH sejam processados de acordo com procedimentos harmonizados, deveriam existir algumas cautelas na sua utilização (quais).

O *Deutsche Bundesbank*¹¹⁵ averiguou a razão pela qual persistem baixos rácios de autonomia financeira nas organizações alemãs, conforme foi evidenciado nas suas estatísticas sobre balanços consolidados, e verificou que não diferiam significativamente do estudo que conduziu ao gráfico da figura 4, desde que algumas discrepâncias metodológicas importantes fossem eliminadas. Comparando quatro países da UE (França, Alemanha, Itália e Espanha), verificou que os dados dos balanços nacionais, utilizados para o banco de dados BACH, diferiam consideravelmente na sua forma legal, valor total e distribuição sectorial das organizações consideradas, conceito de capitais próprios e princípios contabilísticos utilizados. Estas diferenças geralmente têm como efeito que os capitais próprios das organizações alemãs se apresentem mais debilitados, quando comparados com os das organizações dos outros países.

A forma legal das organizações utilizadas em França, na Itália e na Espanha incluía quase 100% de organizações de responsabilidade limitada. Na Alemanha, tinham sido utilizados metade dos dados provenientes de sociedades e organizações unipessoais. Os princípios contabilísticos também apresentavam diferenças substanciais em cada país, as quais conduziam à diluição dos capitais próprios no caso alemão.

¹¹⁴ Teoricamente o grau de alavancagem de um país ou organização é tanto maior quanto maior for o seu grau de endividamento.

¹¹⁵ Como refere (LANNOO, 1996: p. 4).

Se os dados fossem ajustados e as diferenças metodológicas eliminadas, os valores médios do rácio de autonomia financeira alemão passaria a ser 30% para o período 1981-1992, um resultado que já é comparável aos dos outros países da amostra. O *Deutsche Bundesbank* referiu ainda que o resultado seria semelhante se fossem incluídos outros estados europeus na análise, por exemplo o Reino Unido, e isto seria mais particularmente notório caso o método alemão de contabilização dos fundos de pensões fosse o adoptado no caso inglês. Os fundos de pensões na Alemanha são investidos nas organizações e são divulgados como provisões no passivo do balanço da organização, ao passo que no Reino Unido são mantidos como fundos separados e são capitalizados. No caso deste exemplo, retirando as provisões para riscos e encargos, o rácio de autonomia financeira das organizações alemãs ver-se-ia aumentado em cerca de 7 a 8 pontos percentuais, ascendendo a um nível de 32% em 1991. Conhecida a cultura contabilística alemã, a qual privilegia o princípio da prudência, as provisões expressas no balanço na Alemanha são, em média, quatro vezes mais elevadas que nos outros países estudados.

Outra questão fundamental ao nível dos mercados financeiros é a questão da estrutura accionista¹¹⁶ da organização. As diferenças fundamentais na estrutura de *shareholding* nos vários países e regiões são a chave para a explicação das variações na importância dos seus mercados de valores.

Uma vez mais, de acordo com *Lannoo* (1996) e tendo presente o caso europeu, pode-se verificar na figura 5 que os maiores accionistas das organizações cotadas no Reino Unido são os investidores institucionais¹¹⁷, que detêm em conjunto 59% das organizações. As famílias são o segundo maior grupo no Reino Unido com 19%, e a indústria possui apenas 4%.

¹¹⁶ Uma vez mais os anglo-saxónicos têm uma expressão mais clara, *shareholding structure*.

¹¹⁷ Incluem fundos de pensões, companhias de seguros, bancos, e sociedades gestoras de participações sociais (SGPS).

(em percentagem do total)						
	D	F	I	UK	US	JPN
Até ao final de	1990	1992	1993	1993	1992	1992
Investidores Institucionais	22	23	11,3	59,3	31,2	48
Bancos	10		9,9	0,6	0,3	26,7
Fundos de Pensões/Seguradoras	12		0,8	51,5	23,9	17,2
Outros (SGPS, etc.)			0,6	7,2	7	4,1
Famílias	17	34	33,9	19,3	48,1	22,6
Organizações Privadas	42	21	23	4	14,1	24,8
Autoridades Públicas	5	2	27	1,3		0,7
Investidores Estrangeiros	14	20	4,8	16,3	6,6	3,9

Figura 5: A estrutura accionista em alguns países mais significativos

Fonte : CRFP-France, Central Statistical Office-UK Deutsche Bundesbank e OCDE cf. (LANNOO, 1996: p. 5)

Na Alemanha, a situação é bastante diversa: a indústria é a detentora da maior parte das organizações cotadas com 42%, os investidores institucionais possuem uma parte muito menor com somente 15%¹¹⁸ e as famílias possuem 17%.

As famílias são os mais importantes detentores das participações sociais nos EUA, na França e na Itália. Neste último país, o Governo é o segundo accionista mais importante das suas organizações com 27%. Sobre esta questão não existem dados fidedignos nos outros Estados-membros da UE, como tal não são apresentados na figura. Somente a Suécia tem um sistema pelo qual os dados sobre a propriedade são constantemente seguidos pelas autoridades supervisoras das Bolsas de Valores.

Comparando com os EUA e o Japão, o papel dominante dos investidores institucionais no Reino Unido é verdadeiramente excepcional. Por outro lado, os investidores estrangeiros são de importância secundária no EUA e Japão. Estes elementos permitem antecipar que no futuro ocorra um forte crescimento. Adivinhava-se já, uma realidade dos nossos dias: um crescimento forte no *shareholding* por parte dos investidores institucionais em vários países europeus.

¹¹⁸ Detendo os Bancos 10%.

2.2. A INTEGRAÇÃO DOS MERCADOS DE CAPITAIS

O crescimento do papel dos investidores institucionais, ao nível global, deveria ser observado tendo em consideração os desenvolvimentos na UE tendentes à criação de um importante mercado integrado.

A terceira directiva sobre os seguros de vida e não vida que entraram em força em Julho de 1994 reduziu as restrições de investimento e levantou as exigências de localização para os investimentos das companhias de seguros em toda a UE. Apesar de um projecto de potencial directiva sobre a liberalização das restrições ao investimento de fundos de pensões tivesse de ser retirada, a integração crescente dos mercados e a competição entre investidores institucionais liberalizará mais cedo ou mais tarde o ambiente de investimento para os investidores institucionais.

(LANNNOO, 1996: p. 6)

De momento, a Irlanda, a Holanda e o Reino Unido que, em conjunto, representam mais de 80% de todos os activos de fundos de pensões na UE, não têm qualquer limite na distribuição da sua carteira de fundos de pensões. A detenção de activos estrangeiros está limitada na Alemanha, na Bélgica e na Dinamarca. As companhias de seguros e os fundos de pensões alemães podem investir 30% dos seus capitais em participações, mas os gestores de fundos tradicionalmente avessos ao risco não têm até agora ultrapassado esse limite. Segundo *Lannoo* (1996), estão em média a um nível muito mais baixo, ascendendo aproximadamente a 18%.

À escala global, a integração mundial dos mercados mais importantes conduzirá à maior convergência na distribuição das carteiras dos investidores institucionais. Estes agentes na Europa continental têm tradicionalmente privilegiado o investimento em obrigações, em detrimento do investimento em acções. *Ultimamente têm preferido carteiras onde predominam títulos de organizações britânicas e dos EUA. Esses títulos são mais voláteis, mas no fim de contas proporcionam um melhor retorno* (LANNNOO, 1996: p. 7).

2.3. NOTAS CONCLUSIVAS

A globalização das economias, bem como dos mercados financeiros e de capitais, conduziu nos anos noventa à convergência crescente de iniciativas originalmente separadas

em matéria de *corporate governance*. Este desenvolvimento acelerou acompanhando o autêntico tumulto financeiro ocorrido nos mercados de capitais em todo mundo, em 1998.

A globalização dos mercados, dentro deste contexto, introduziu uma nova era onde as dimensões tradicionais da *corporate governance* se definiram dentro das legislações nacionais. Os regulamentos e as prioridades nacionais são crescentemente desafiados por circunstâncias e acontecimentos que têm um impacto internacional. Entre estes encontram-se:

- Os investidores institucionais, uma vez que procuram diversificar à escala internacional os grandes volumes de capitais que representam, insistem em elevados padrões de *corporate governance* nas organizações onde investem. Em muitos casos, estas instituições fixaram os seus próprios padrões de *governance* como medida determinante das suas decisões de investimento.
- A atenção pública para os grandes escândalos e colapsos ao nível das organizações forçaram os governos, reguladores e conselhos de administração das organizações a reconsiderar cuidadosamente os assuntos fundamentais de *corporate governance* como essenciais para o interesse público económico. Para além disso, a volatilidade e a instabilidade experimentada nos mercados emergentes nos tempos recentes chamaram a atenção para as implicações de práticas corruptas e de má administração nos sistemas financeiros nacionais e internacionais e na despesa pública.
- As experiências de reformas no sector público e as privatizações em muitos países fixaram determinadas exigências nas organizações nacionais e nos departamentos governamentais para que sejam adoptados padrões de integridade que correspondam às expectativas da comunidade.
- Outros desenvolvimentos interessantes em matéria de *corporate governance* incluem o aumento do número de investidores éticos que exigem às organizações uma atenção crescente ao papel social dos negócios, essencialmente nas áreas do ambiente, saúde e segurança, domínio ético e relações com a comunidade. Cada vez mais as organizações adoptam padrões sociais que possam ser auditados em

conformidade com várias matérias, tais como origens éticas dos produtos (por exemplo, o caso dos países em vias de desenvolvimento e o tratamento ético das comunidades nas quais elas operam).

De facto, como fica visto, as *boas práticas de corporate governance* tornaram-se uma necessidade prosseguida agora por todos os países e organizações, já não restringidos às actividades de organizações publicamente cotadas nas economias avançadas.

No sentido de acompanhar a pressão internacional para adesão a *bons padrões de corporate governance*, alguns dos organismos representativos da comunidade internacional¹¹⁹ começaram a difundir pelos seus Estados-membros um conjunto de princípios, os quais constituem verdadeiras linhas orientadoras de actuação.

A comunidade internacional inclui um conjunto invulgar de países com diferentes padrões culturais, indo das economias desenvolvidas até às economias emergentes em fases muito distintas de desenvolvimento. Existem muitas culturas ricas e diversas em toda a comunidade, mas todas elas têm características comuns, o que significa que o consenso à escala global pode ser mais facilmente alcançado se existir alguma tentativa de harmonização.

Como refere *Andrés Alonso* (1998), *dois são os reinos tradicionalmente reconhecidos de organização financeira: de um lado, o anglo-saxão ou baseado nos mercados, onde o protagonismo dos mercados financeiros e de capitais no financiamento e controlo das empresas sobressai e, do outro, o continental ou baseado nos bancos, onde os intermediários financeiros mantêm relações de longo prazo com as empresas em termos de financiamento e controlo*¹²⁰.

As vantagens e inconvenientes de ambos os sistemas, por certo, os irão fazer perdurar no tempo. A solução será a contínua interpenetração dos dois sistemas acompanhada de procedimentos, princípios e normas conducentes à sua aproximação e compatibilização mantendo, contudo, cada um deles a sua identidade própria.

¹¹⁹ Designadamente a OCDE e a *Commonwealth*.

¹²⁰ ANDRÉS ALONSO, 1998: p. 25

3. AS MELHORES PRÁTICAS DE CORPORATE GOVERNANCE

Pela própria definição do conceito de *corporate governance*, já referido, constata-se que envolve um sem número de relações e questões complexas que se encontram subjacentes em quase todos os momentos da vida das organizações.

O problema central é o desenvolvimento de um sistema de relações estáveis a longo prazo em presença dos comportamentos oportunistas dos *stakeholders*. Este objectivo exige que se lance mão de um conjunto de mecanismos supervisores e de convergência partindo de um esquema de incentivos, de instrumentos disciplinadores, de garantias e procedimentos de resolução de conflitos, assim como das decisões de investimento e de financiamento.

A forma de conciliar propriedade e controlo regista diferenças entre os vários países, diferenças que são inclusivamente maiores que as existentes nos respectivos sistemas financeiros, ao canalizar o aforro até às organizações. É possível distinguir, basicamente, dois tipos de sistemas: aqueles em que a *corporate governance* se baseia em mecanismos internos, como seja o Conselho de Administração; e aqueles em que prevalecem os mecanismos de carácter externo, em última análise, a disciplina de mercado.

As características da estrutura de *governance* não são mais do que o reflexo da natureza do ambiente económico, institucional e financeiro em que se tomam as decisões da organização. Assim, aquelas estruturas podem ter duas abordagens básicas diferentes:

- Abordagem de *stakeholder*: baseado nos mecanismos supervisor e de controlo interno, e que pretende explicar o sistema continental;
- Abordagem agente-principal: baseado em mecanismos controlo externo, a qual é utilizada para explicar o sistema anglo-saxónico.

Na abordagem de *stakeholder*, o problema consiste em estabelecer os incentivos apropriados para todos os grupos de interesse, de forma a que se consiga fazer convergir os interesses destes *stakeholders* com os interesses dos accionistas que não participam na governação.

Na perspectiva da abordagem agente-principal, o problema mais importante prende-se com a definição de regras e incentivos, contratos implícitos e explícitos, que façam convergir efectivamente os comportamentos dos agentes, os executivos, com os desejos e expectativas dos principais, ou seja, os accionistas. Nesta abordagem, as regras e incentivos considerados referem-se aos que foram estabelecidos pela organização, mais do que pelos sistemas regulamentadores, legais ou políticos ou ainda pelas características dos *shareholders*.

Assim, em ambas as abordagens, as decisões financeiras, as características do ambiente competitivo da organização e a estrutura legal desempenham um papel relevante na definição e resolução dos conflitos entre os agentes com participação e interesses na organização. No que se refere às decisões financeiras, a análise da estrutura de capital deixou de contemplar quase exclusivamente a distinção entre capitais próprios e alheios, para passar a considerar, de forma explícita, a distinção entre fornecedores de fundos internos ou externos à administração da organização, isto é, inclui-se na análise o papel da estrutura accionista, tanto no que se refere à participação da administração no capital como à concentração accionista.

Também os mercados competitivos proporcionam mecanismos disciplinadores da actuação dos gestores, auxiliando dessa forma à convergência de objectivos e interesses dos agentes e dos principais. Porém, apesar do efeito disciplinador dos mercados competitivos, os gestores podem apresentar comportamentos oportunistas que prejudiquem os accionistas, e daí que o objectivo central das estruturas de *corporate governance* seja a definição e o estabelecimento dos mecanismos de supervisão e convergência dos interesses subjacentes ao tipo da abordagem predominante e do ambiente institucional.

Assim, parece ser claro poderem distinguir-se dois sistemas típicos: um sistema de controlo externo, com predominância dos mecanismos baseados nas actuações dos mercados, e um sistema de controlo interno, onde os incentivos se baseiam fundamentalmente nas actuações do Conselho de Administração. O primeiro é tradicional nos países de cultura anglo-saxónica, e o segundo dos países europeus continentais.

As características que definem um sistema de controlo externo podem identificar-se segundo Franks e Mayer (1994) por:

- *Um número elevado de organizações cotadas no mercado;*

- *Um mercado de capitais líquido em que a propriedade e o controlo dos direitos de propriedade são intensamente negociados e onde são frequentes as OPAs;*
- *Relativamente escassas participações cruzadas entre organizações;*
- *As acções estão basicamente na posse de investidores individuais, seja directa ou indirectamente pela via dos investidores institucionais¹²¹.*

(FERNÁNDEZ, 1999: p. 361)

Os mecanismos de supervisão que se desenvolveram nos países anglo-saxónicos, dominados por sistemas de controlo externo, fundamentam-se nos seguintes princípios:

- A administração da organização procura ir ao encontro dos interesses dos accionistas. O seu objectivo é a maximização do valor de mercado das acções;
- A convergência de interesses entre accionistas e gestores garante-se através do funcionamento do mercado de controlo organizacional, que assegura a livre negociação e exercício dos direitos de propriedade sobre a organização adquiridos através da compra das acções.

Já no caso dos sistemas de controlo interno, os mecanismos de supervisão baseiam-se em outras preocupações, designadamente:

- A administração actua no interesse dos accionistas, mas também tem de levar em consideração os interesses de outros grupos que participem na organização, como trabalhadores, clientes, fornecedores, etc.. O propósito é estabelecer relações de longo prazo que proporcionem a harmonização dos diversos interesses;
- A tarefa de fazer convergir os interesses e supervisionar o comportamento dos gestores é realizada, fundamentalmente, pelo Conselho de Administração que seja composto por representantes dos diferentes *stakeholders*. O Conselho supervisiona o actuação dos gestores e, se necessário, utiliza os instrumentos penalizadores apropriados.

De acordo com estas abordagens é possível definir dois tipos de mecanismos para evitar comportamentos oportunistas e fazer convergir os interesses ou, consoante o caso,

¹²¹ Isto explica ao mesmo tempo a expressão controlo externo, já que tanto os fundos de investimento como os fundos de pensões estão mais preocupados com a gestão da carteira e nas formas de minimização do risco do que com o controlo das organizações em que participam.

supervisionar as actuações dos executivos, em função do predomínio de uma forma de actuação sobre a outra. Assim, poderemos observar:

- *Mecanismos de controlo interno que incluem a remuneração dos executivos, a participação accionista dos executivos, a concentração accionista, a natureza dos accionistas, a utilização das decisões de financiamento (o endividamento) e a actuação do Conselho de Administração.*
- *Mecanismos de controlo externo que incluem a disciplina do mercado de controlo organizacional através das OPAs, o mercado de factores e de produtos.*

(FERNÁNDEZ, 1999: p. 365)

São estes mecanismos típicos do controlo interno e externo das organizações que a seguir se apresentam com mais detalhe.

3.1. MECANISMOS DE CONTROLO INTERNO

Como se referiu, estes mecanismos apresentam especial relevância na maioria dos países europeus e no Japão: prevalece aqui um sistema de controlo interno, baseado na hipótese de que as possibilidades dos accionistas supervisionarem as actuações dos executivos são maiores se forem criadas oportunidades para os diversos grupos de interesse da organização. Atente-se, em seguida, nos mecanismos mais relevantes.

3.1.1 Remuneração dos Gestores

O facto da organização não conseguir celebrar com os seus executivos contratos claros e completos que permitam contemplar todas as contingências futuras, a par da informação privilegiada que possuem da organização, podem resultar em comportamentos oportunistas por parte dos gestores.

Como é sabido, o aumento da riqueza accionista está intimamente ligado ao aumento da riqueza dos executivos; existe, por isso, grande probabilidade que estes últimos actuem no interesse dos primeiros. A questão que se coloca é como os motivar de forma eficaz. Os incentivos ligados à remuneração dos executivos podem incluir, entre outros, prémios ou revisões salariais em função do desempenho da organização, remunerações através da entrega de acções (*L-Tips*) ou de opções sobre acções (*stock options*), ou a participação em planos de pensão.

O efeito benéfico destes processos de compensação tem a sua génese no estabelecimento de um vínculo estreito entre a remuneração dos executivos e os resultados da organização, que tende a disciplinar os gestores e aumenta o valor por acção (VPA), já que os incentivam tanto a optar por projectos de risco considerável como a realizar operações que maximizem a riqueza accionista.

Pode-se verificar que, a forma de remunerar os executivos incentiva-os para fazer convergir os seus interesses com os dos accionistas, tendo um impacto nítido na capacidade de criar valor nas organizações.

3.1.2 Padrão Accionista

A estrutura accionista da organização reveste especial importância entre os mecanismos de controlo interno. Os instrumentos a utilizar dependem de vários factores, designadamente: da participação detida pelos executivos e pelos outros membros dos órgãos sociais; da natureza e tipologia dos accionistas; e do grau de concentração ou de dispersão do capital. Decididamente, dependem da existência de grandes núcleos accionistas.

Os possíveis comportamentos oportunistas dos gestores e dos membros dos órgãos sociais diminuem à medida que aumenta a influência das suas actuações ao nível da organização na sua riqueza pessoal.

Assim, um executivo avesso ao risco, com uma parcela maior da sua riqueza ligada ao rendimento da organização, pode decidir seguir políticas não maximizadoras do valor mas que limitam o risco. Por outro lado, o maior poder de voto dos gestores e membros dos órgãos sociais pode limitar a actuação supervisora dos restantes accionistas e dos mercados, ao conceder aos executivos suficiente poder de voto para garantir a continuidade dos seus postos de trabalho. Neste sentido, grandes participações accionistas dos executivos podem também implicar comportamentos oportunistas.

A participação accionista deste grupo pode gerar um duplo efeito sobre o valor de mercado da organização que conduz à formulação de duas hipóteses de sinal contrário, de um lado, a hipótese da convergência de interesses que aponta no sentido de que maiores participações accionistas dos executivos incrementam o valor de mercado da organização e, de outro lado, a hipótese da adopção de atitudes defensivas que provoca que a participação accionista dos executivos gere um efeito negativo sobre o valor de mercado da mesma (Morck e outros, 1988).

(FERNÁNDEZ, 1999: p. 368)

A prática mostra a existência de uma relação entre o valor de mercado da organização e a participação accionista dos executivos, com predominância de uma ou outra hipótese consoante os níveis de participação detidos. Atente-se que, a influência da participação accionista dos executivos como mecanismo de supervisão e de convergência de interesses está condicionada por outros factores, como sejam o papel supervisor exercido por outros grupos accionistas no Conselho de Administração ou o caso singular das organizações familiares.

Os accionistas estáveis - “núcleo duro” - poderão constituir igualmente um importante mecanismo de controlo da actuação dos executivos. A dimensão da sua participação e os benefícios que podem obter com a supervisão, compensam os custos de controlo e tornam mais relevante o valor dos direitos de propriedade associados. Assim, os grandes grupos accionistas possuem maiores estímulos para exercer uma maior supervisão, o que implica que tanto a sua dimensão como a sua identidade se convertam em importantes factores interpretativos do rendimento da organização. Pelo contrário, os accionistas minoritários têm escassos incentivos para o fazer, uma vez que os custos de controlo ultrapassariam largamente os benefícios associados.

Outro factor importante prende-se com a dimensão da organização: à medida que o seu tamanho aumenta, normalmente, também aumentará a dispersão do seu capital, sendo que a tendência para que existam grandes grupos accionistas é menor atendendo ao custo elevado das acções.

Como referem *Fernández e Gómez Ansón (1999)*, *o mercado reage positivamente à aquisição de grandes participações accionistas [Barclay e Holdreness, 1989; García e Fernández, 1999], as organizações com um grupo accionista importante têm mais possibilidades de sobreviver [Holdreness e Sheehan, 1988] e obtêm melhores resultados que as organizações com controlo diluído [Galve e Salas, 1993] (FERNÁNDEZ, 1999: p. 370).*

O nível de risco é igualmente influente, apresentando as organizações de baixo risco específico¹²² uma maior concentração do seu capital, por oposição às de risco específico mais

¹²² O risco específico corresponde ao risco não sistemático, residual ou único. Envolve a empresa específica e eventualmente os seus concorrentes directos, podendo ser reduzido pela diversificação.

elevado em que a dispersão é a situação mais observada.

Finalmente, o facto de determinada organização pertencer a um sector regulamentado diminui o nível de supervisão necessária, e por isso não será necessária uma tão elevada concentração accionista.

Todavia, nem todos os grandes investidores possuem os mesmos incentivos para supervisionar os gestores. A concentração da propriedade e a sua relação com a capacidade de supervisão está mais relacionada com as características dos proprietários do que com a própria organização. Cada um dos grandes grupos investidores tem a sua forma peculiar de utilizar este mecanismo supervisor.

Os bancos e as companhias de seguros privilegiam as relações de negócio de longo prazo com a organização. Assim, estes investidores, dado o seu envolvimento actual e futuro com a organização, podem ser particularmente sensíveis às pressões dos gestores, permitindo-lhes a adopção de estratégias defensivas. A dimensão da sua participação justifica a sua eficiência na supervisão, ainda que esta possa ser limitada por um comportamento passivo que leve tais investidores a apoiar a postura dos executivos.

Outro grupo típico que merece particular destaque são os grupos familiares. A presença destes grupos pode fazer supor a existência de um factor limitativo do possível comportamento oportunista dos gestores, seja por questões de reputação ou por receio de sanções por parte dos restantes membros da família que não sejam gestores.

Estudos recentes¹²³ revelam que o controlo exercido por grupos familiares incrementa a produtividade da organização, o que tem um efeito positivo sobre a rendibilidade dos capitais próprios a par de um impacto negativo na dimensão da organização. Ainda assim, os grupos familiares, dada a possibilidade de exercício de um controlo especial sobre a organização e a sua capacidade de utilizar recursos em benefício próprio, bem como de participar na selecção do Conselho de Administração, têm maiores possibilidades de

¹²³ Galve e Salas, (1996) citados por (FERNÁNDEZ, 1999: P. 371).

adoptarem estratégias defensivas, apesar de poderem possuir uma baixa participação accionista.

3.1.3 Papel Supervisor do Endividamento

O endividamento, ao exigir pagamentos periódicos, reduz os fluxos de caixa libertos e gera incentivos para que os gestores tenham menos comportamentos arbitrários e realizem investimentos maximizadores do valor ao impor uma rentabilidade mínima, concretamente nos investimentos que financia. Para além disso, o facto de que em caso de incumprimento os credores possam forçar a liquidação por parte da organização e provocar o despedimento dos executivos, constitui um elemento adicional de supervisão. Por outras palavras, um aumento do endividamento incrementará a participação relativa dos gestores na organização e tenderá a fazer convergir os seus interesses com os dos accionistas.

Atente-se que, a utilização do endividamento pode gerar novos custos de agência associados a investimentos menos conseguidos, como consequência do efeito de substituição dos activos, bem como incrementar o poder de voto e reduzir a possibilidade de actuação do mercado bolsista. Note-se ainda que, os gestores mais propensos a adoptarem estratégias defensivas procuram dotar as suas organizações com estruturas de capital mais conservadoras.

Neste capítulo, o binómio custo/benefício tem uma palavra a dizer e, por conseguinte, a estrutura de capital óptima será um compromisso entre os ditos custos e os benefícios do endividamento.

3.1.4 Conselhos de Administração

Os Conselhos de Administração sendo, pelas suas características, o principal órgão interno de qualquer organização, converte-se num órgão disciplinador da actuação dos seus membros por delegação dos accionistas que os elegem e possui a faculdade e o poder de limitar, no exercício da sua responsabilidade de supervisão, a arbitrariedade decisória dos executivos. A sua actuação influencia directamente o valor da organização, uma vez que a ameaça de despedimento ajuda a discipliná-los.

Por norma, a capacidade de actuação do Conselho como órgão de supervisão da actuação dos executivos, alicerça-se em três características chave:

- A estrutura ou composição do Conselho, ou seja, qual a proporção de membros executivos e não executivos;
- Número de membros do Conselho;
- A participação accionista dos seus membros que ocupem cargos executivos ou de direcção.

Relativamente à primeira característica, coloca-se a questão de determinar qual a relação óptima entre membros executivos e não executivos, sabendo que aos primeiros é reconhecido um maior conhecimento específico da realidade da organização, e aos segundos, teoricamente, é reconhecido um maior grau de independência. Portanto, parece ser ponto assente que ambos podem acrescentar valor à organização.

De facto, e ainda que se possa demonstrar o carácter benéfico dos membros externos¹²⁴ em determinadas situações, pois, por exemplo, a sua presença aumenta a taxa de despedimento dos gestores nos casos de organizações com maus desempenhos (Weisbach, 1988) e a sua nomeação conduz a incrementos de valor (Rosenstein e Wyatt, 1990), a evidência não é clara relativamente ao efeito directo que estes membros têm sobre o valor da organização.

(FERNÁNDEZ, 1999: p. 373)

Um aspecto de primordial importância neste âmbito é o da independência destes membros não executivos. Atendendo a que por vezes estes membros detêm, geralmente, baixas participações accionistas na organização e que podem existir possíveis laços profissionais com os gestores, pode daí resultar que a sua independência saia afectada, provocando que a convergência dos seus interesses seja feita mais com os dirigentes de topo que os nomeiam do que com os dos accionistas.

No que respeita à dimensão do Conselho e à sua relação com a eficiência do exercício da sua função supervisora, parece ser comumente aceite que o elevado número de membros dificulta aquele exercício. *Jensen* (1993)¹²⁵ referia que um aumento do número de membros

¹²⁴ Ou não executivos.

¹²⁵ Citado por (FERNÁNDEZ, 1999: p. 373).

provoca que o Conselho de Administração seja menos eficiente, em virtude de surgirem problemas ao nível da coordenação e do processamento da informação.

Outros estudos recentes¹²⁶ apontam para uma relação inversa entre a dimensão do Conselho e o valor da organização, especialmente quando o número de membros for manifestamente elevado.

Todos os aspectos referidos, a composição e dimensão do Conselho a par com a participação accionista dos executivos, já analisada anteriormente, contribuem para uma actuação diligente deste órgão social.

3.2. MECANISMOS DE CONTROLO EXTERNO

Os sistemas de controlo externo típicos, como atrás se referiu, dos países de cultura anglo-saxónica, estão essencialmente orientados para os mercados de capitais, mercados estes muito líquidos, em que os preços das acções reflectem o seu valor tal como é percebido pelos investidores. A informação atempada, rigorosa, clara e amplamente divulgada é a pedra de toque destes mercados e a sua verdadeira mola real. Por isso, neste contexto, são os mecanismos de controlo externo que estão muito mais desenvolvidos.

3.2.1 O Mercado de Controlo da Organização

Dos mecanismos de controlo externo destacam-se com especial relevância as aquisições de organizações tendo em vista o seu controlo. O carácter disciplinador de tal mecanismo implica que as organizações que tenham uma gestão ineficiente e/ou aquelas em que os seus executivos apresentem comportamentos oportunistas, sejam presa fácil de uma OPA, o que originará o seu despedimento e, por consequência, uma melhoria na gestão.

Neste contexto, os gestores, temendo as possíveis OPAs e o seu posterior despedimento, tendem a fazer convergir os seus interesses, em mais larga escala, com os dos accionistas. Para além disso, as OPAs, ainda que não sejam bem sucedidas, enviam sinais do

¹²⁶ Yermack (1996), Fernández e outros (1998) e Azofra e outros (1999), como refere (FERNÁNDEZ, 1999: p. 373).

mercado dando lugar a substituições posteriores dos executivos, uma vez que proporcionam ao Conselho de Administração uma fonte adicional de informação sobre a sua actuação.

As OPAs hostis, ou seja, aquelas em que a administração se opõe à aquisição, são, pelo que se referiu, consideradas em muitos casos como uma forma privilegiada de disciplinar os executivos. A sua oposição à OPA pode dar lugar à adopção de estratégias defensivas tendentes a impedir a operação, designadamente, a mudanças na estrutura dos activos da organização, à compra de acções próprias, à distribuição de dividendos extraordinários aos accionistas, a litígios e a alterações defensivas no clausulado do pacto social (dotando-o de cláusulas anti-OPA). Parece, então, que o carácter disciplinador das OPAs é inegável, fundamentalmente, nas organizações mal geridas, provocando o aumento da riqueza accionista e a substituição dos seus executivos após a operação.

Considerando as aquisições de organizações como um mecanismo de *governance* externo ficam, no entanto, algumas questões sem solução que fazem duvidar da sua eficácia. Assim:

- São um mecanismo dispendioso, pelo que poderá haver a tendência para só lançar as OPAs em que se preveja maior rendibilidade;
- Podem ter origem em comportamentos oportunistas dos executivos da organização adquirente;
- Os ganhos associados às OPAs podem derivar não só do aumento do desempenho operacional, mas também de eventuais reestruturações de que a organização adquirida tenha sido alvo¹²⁷.

Portanto, as OPAs são um mecanismo de controlo externo, a que se pode recorrer perante a falha dos outros mecanismos de supervisão e convergência, incluindo o órgão de supervisão interna por excelência, o Conselho de Administração. São, no entanto, como pudemos observar, um sistema de controlo controverso e imperfeito.

¹²⁷ Por exemplo, renegociação de dívida com os obrigacionistas, despedimento de trabalhadores, etc..

3.2.2 O Mercado de Produtos e de Factores

O mercado de produtos e serviços, por um lado, e o mercado de factores produtivos, por outro, permitem avaliar o desempenho dos executivos e sancionar os que adoptem políticas que não contribuam para a criação de valor. A existência de um mercado competitivo implica, em última análise, a saída das organizações com elevados custos de agência que não forem capazes de competir e, desta forma, desincentivam os comportamentos arbitrários dos executivos, assim como a realização de actividades que reduzam o valor da organização.

Também o mercado de factores produtivos se pode converter numa referência para avaliar a capacidade dos gestores da organização relativamente aos seus competidores, na medida em que as possibilidades de contratação no exterior de executivos é função da qualidade das decisões empreendidas pelos seus responsáveis actuais. Contudo, como refere *Jensen (1993)*¹²⁸, *a utilidade supervisora destes mercados sai condicionada, pelo facto de que actuam de forma lenta e penalizam todos os intervenientes da organização e não só os executivos.*

3.2.3 Notas Conclusivas

Em suma, existem basicamente dois sistemas de convergência e supervisão dos interesses de gestores e accionistas. Um sistema que privilegia os mecanismos de controlo internos típico da maioria dos países europeus continentais e do Japão, outro baseado na actuação dos mercados e que surge com predominância nos países anglo-saxónicos. Relativamente aos diversos mecanismos próprios de cada um dos sistemas, e que acima acabam de ser expostos, são de referir as seguintes conclusões:

- Parece existir um aumento do valor da organização quando a convergência de interesses entre os proprietários e os gestores for assegurada, tendo essencialmente a ver com o facto da remuneração dos executivos poder ser determinada a partir de um vencimento base acrescido de incentivos, podendo ou não, basearem-se no desempenho;

- O endividamento, caso seja utilizado como mecanismo de convergência e supervisão, provoca um efeito positivo ou, no mínimo, não significativo no valor da organização;
- Quando o Conselho de Administração desempenhar a sua função de supervisão de forma eficiente provoca um aumento do valor da instituição, contrariamente ao que sucede caso aquela função não seja exercida eficientemente;
- Um incremento da supervisão recorrendo a DNE pode provocar um efeito positivo ou não significativo naquele valor;
- Também a dimensão do Conselho, consoante tenha como consequência uma maior ou menor supervisão, propicia, respectivamente, um efeito positivo ou negativo no VPA. Aquele efeito é ainda positivo quando:
 - o mercado bolsista actua perante a falha dos mecanismos de controlo interno;
 - a participação accionista dos membros dos órgãos sociais alinha pela hipótese da convergência de interesses entre a propriedade e o controlo;
 - as instituições financeiras e os investidores institucionais, enquanto accionistas, exerçam efectivamente a supervisão;
 - na presença de um núcleo accionista familiar, este actua como travão ao comportamento arbitrário dos executivos.

e efeito negativo quando:

- a participação accionista dos membros dos órgãos sociais alinha pela hipótese da adopção de estratégias defensivas;
- as instituições financeiras e os investidores institucionais, enquanto accionistas, adoptam atitudes fechadas ou passivas perante a

¹²⁸ Citado por (FERNÁNDEZ, 1999: p. 376).

supervisão;

- a presença de um núcleo accionista familiar, provoca uma maior capacidade de adopção de estratégias defensivas por parte dos executivos.

Uma conclusão pode-se retirar com toda a certeza: os mecanismos de controlo externos e internos, no final, sempre terão alguma repercussão no valor da organização.

4. QUE FUTURO? DESENVOLVIMENTOS RECENTES E PRÁTICAS CORRENTES

4.1. A POSIÇÃO DOS EUA

*A.A. Berle e Gardner Means (1932) demonstraram que as duzentas maiores organizações americanas caracterizavam-se por uma dispersão extremamente elevada do capital, uma vez que, para a maioria, nenhum accionista possuía mais que 5% das acções da respectiva organização. Daí resultava que nessas organizações, e por consequência em muitas outras organizações americanas cujo capital estava publicamente disperso, o controlo de facto do negócio da organização e das suas políticas era exercido pelos gestores da organização. Hoje, organizações com este padrão de distribuição accionista designam-se por vezes de organizações *Berle & Means*.*

Num estudo mais recente, que pretendia actualizar os dados recolhidos por Berle & Means, o economista Robert Lerner, verificou que a partir de 1963, 160 das 200 maiores organizações não financeiras americanas, não tiveram nenhuma compra de títulos tendente a adquirir mais de 10%.

Tal como Berle & Means referiram, o padrão de shareholding nas organizações americanas mudou significativamente. Embora as compras em bloco (blockholdings) sejam significativas ainda são a excepção e, por consequência, a dispersão é extremamente elevada. Os investidores institucionais possuem, neste momento, 50% a 60% de todas as acções publicamente detidas, e uma vez que os investidores institucionais estão relativamente concentrados, a propriedade de um número relativamente pequeno de instituições frequentemente constitui uma percentagem significativa de determinadas organizações não cotadas.

(EINSENBURG, 1999: p. 4)

Durante os últimos dez anos, os accionistas institucionais tornaram-se crescentemente activos em *corporate governance*. Porém, por diversas razões, incluindo conflitos de interesses e custos de coordenação, os accionistas institucionais não exercem o controlo, mesmo nos casos em que colectivamente possuem 50% ou mais de uma organização. Tipicamente exercem ou expressam o seu poder de uma forma muito velada.

No fundo, hoje em dia, o ambiente organizacional nos EUA é dominado por organizações *Berle & Means* modificadas. Por conseguinte, apesar do crescimento dos investidores institucionais nos Estados Unidos, o ambiente organizacional americano é caracterizado por uma dispersão relativamente elevada da propriedade e enorme liquidez. Este elemento de *corporate governance* nos EUA está nitidamente patente comparando o padrão de *shareholding* em muitas organizações nos Estados Unidos e outras países de *common law*, que vieram a designar-se sistema de *governance* baseado no mercado, com o padrão de *shareholdings* de outros países de *civil law*, que foram designados por sistema *blockholder* de *governance*.

Em *Corporate ownership around the world*, La Porta, Lopez de Salinas, e Shleifer¹²⁹ (1998) examinaram as vinte maiores organizações em vários países, para determinar qual a proporção dessas organizações que tiveram um único grande *blockholder*. Se uma organização com o capital amplamente disperso for definida como não tendo um único grande *blockholder*, e um grande *blockholder* for definido como um núcleo que possui pelo menos 20% das acções da organização, então 100% das vinte maiores organizações no Reino Unido e 80% das vinte maiores corporações nos EUA têm o capital amplamente disperso. Em contraste, 60% das vinte maiores organizações em França, 50% das vinte maiores na Alemanha, 35% das vinte maiores organizações em Espanha, 20% das vinte maiores organizações de Itália, 10% das vinte maiores organizações em Portugal e Grécia e 5% das vinte maiores organizações na Bélgica são amplamente detidas. Se uma organização amplamente detida for definida, ao invés, como não tendo um accionista que possua pelo menos 10%¹³⁰, então 100% das vinte maiores organizações nos Reino Unido e 80% das vinte

¹²⁹ Referidos por (EISENBERG, 1999: p.4)

¹³⁰ De forma que menos organizações seriam consideradas como sendo amplamente detidas, já que a fasquia para não ser amplamente detida era mais fácil de ultrapassar.

maiores organizações nos EUA são amplamente detidas. Em contraste, segundo este teste, 35% das vinte maiores organizações na Alemanha, 30% das vinte maiores em França, 15% das vinte maiores em Espanha e Itália, 5% das vinte maiores na Grécia, e nenhuma das vinte maiores organizações em Portugal ou na Bélgica eram amplamente detidas.

No caso de médias empresas cujos títulos estavam cotados em Bolsa, que *Shleifer* (1998) definiu como uma amostra de dez firmas em cada país com uma capitalização de mercado bolsista de pelo menos 500 milhões de USD, os resultados eram ainda mais notáveis. Usando um teste de 20% como o critério de controlo, 90% das firmas de média dimensão nos EUA eram amplamente detidas bem como 60% das firmas de média dimensão no Reino Unido. Em contraste, só 20% das firmas de média dimensão na Bélgica, 10% na Alemanha, e nenhuma das firmas na França, na Espanha, em Portugal, e na Grécia eram amplamente detidas.

Um corolário a retirar destes padrões de shareholding é que os mercados tendem a ser muito mais concentrados, e mais líquido, em países de common-law que em países de civil-law. Por exemplo, em Legal Determinants of External Finance, La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer, e Vishny, dividiram os países em quatro categorias baseados na origem das suas organizações ou do seu direito comercial:

- *Inglês ou baseados a common-law (como os Estados Unidos, o U.K., a Austrália e Hong Kong);*
- *Baseados na civil-law francesa (como a França, Itália, Portugal, Espanha e Bélgica);*
- *Baseados na civil-law alemã (como a Alemanha, Áustria, e Japão); e*
- *Países escandinavos.*

Verificaram que o Reino Unido tinha 35 firmas cotadas por milhão de pessoas e os EUA tinham 30. Em contraste, a França tinha 8 firmas cotadas por milhão de pessoas, a Alemanha tinha 5, e a Itália tinha 4. Similarmente, para países de common law calcularam a média 2.2 ofertas públicas iniciais (OPI) por milhão de pessoas, comparadas com 2.1 OPI para os países escandinavos, 0.2 de uma OPI para os países de civil-law de origem francesa, e 0.12 de uma OPI para os países de civil-law de origem alemã. Durante aquele ano, Alemanha teve 7 OPI e a França teve 10, enquanto os Estados Unidos tiveram 803. Como outro exemplo, em 1995 a capitalização de ações cotadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE) e NASDAQ eram quase iguais aos PIB nos Estados Unidos. Em contraste, em Itália por exemplo, a capitalização do mercado de valores era somente de 19% do PIB.

(EINSENBERG, 1999: p. 5)

Por isso, é quase inevitável que nos EUA os executivos seniores das organizações amplamente detidas exerçam, de facto, o controlo da organização. Quando isso acontece, surgem dois perigos: primeiro, os executivos podem introduzir procedimentos inadequados em seu benefício; segundo, e mais problemático, aqueles executivos, exercendo cargos superiores e administrando ineficientemente o negócio da organização, permanecerão, contudo, no seu posto. Estes são os chamados assuntos relacionados com os custos de agência. Para controlar estes problemas, observou-se o recurso a instrumentos vários como OPAs hostis, investidores institucionais mais activos, regras de divulgação fortes, deveres fiduciários fortes, e estabelecimento de estruturas organizacionais controladoras e avaliadoras do desempenho dos Conselhos de Administração.

4.1.1 Ofertas Públicas de Aquisição Hostis

É amplamente conhecido que a OPA é um instrumento importante de *corporate governance* nos Estados Unidos. O lançamento de uma OPA serve duas funções: primeiro, serve para gerar mais-valias onde havia menos-valias; segundo, força os gestores a gerir a organização eficazmente e nos interesses dos accionistas, sob pena de perderem as suas posições.

As OPAs são controversas porque a elas resiste arduamente a administração da organização visada e ressentem-se os trabalhadores e os órgãos de gestão. Por estas e outras razões, a administração pode normalmente lutar contra as OPAs com uma variedade de mecanismos, que frequentemente inclui a legislação anti-OPA nacional. Não obstante, ainda há um activo movimento de OPAs hostis nos Estados Unidos e é difícil, embora não impossível, para uma determinada organização americana mal administrada, resistir a uma OPA se o licitante for suficientemente determinado e estiver disposto a pagar um preço suficientemente alto. Isto é especialmente verdade quando, como é frequentemente o caso, a organização tem uma percentagem elevada do seu capital detido pelos investidores institucionais.

4.1.2 Activismo dos Investidores Institucionais

Há vinte ou trinta anos atrás, a norma básica que imperava no seio da votação

institucional era a norma da passividade. Nunca eram tomadas posições contra a administração sobre qualquer forma: votando contra propostas da administração, apoiando propostas de outros *shareholders*, vendendo em OPV, e assim por diante. Hoje, pelo contrário, os investidores institucionais, ou muitos deles, estão preparados para periodicamente votarem contra propostas de administração e apoiarem propostas de outros *shareholders*, estão dispostos a vender em ofertas públicas, pressionam frequentemente a administração para actuar de forma específica e, por vezes, agem no sentido de provocar mudanças ao nível da administração de topo.

4.1.3 Regras de Informação Fortes

A lei americana é extremamente rigorosa nas suas exigências de informação. Em primeiro lugar, a SEC tem poderes para definir as práticas contabilísticas das organizações cujo capital esteja publicamente disperso. Embora, normalmente, a SEC não faça valer este direito e remeta esse poder para um órgão privado - o *Financial Accounting Standards Board* (FASB) - , este age na sombra do poder da SEC, isto é, com absoluto conhecimento de que se os padrões de contabilidade não forem satisfatórios, a SEC pode intervir.

Depois, a SEC tem um *staff* de contabilistas e auditores vocacionados essencialmente para acompanhar e apreciar os relatórios anuais e outras informações emitidas pelas organizações. Ora, isso permite-lhe também minimizar alguns problemas potenciais antes que eles surjam e aperceber-se de determinados assuntos emergentes.

Finalmente, a SEC requer informação periódica extensiva aos desenvolvimentos não financeiros. Embora a SEC não requeira divulgação contínua, ao contrário da periódica, as Bolsas impõem tais exigências às organizações cotadas.

4.1.4 Deveres Fiduciários e Normas Sociais

Os principais deveres fiduciários consistem no dever de se agir diligentemente quando se actua numa matéria que não envolva interesses próprios, e o dever de se agir razoavelmente quando se está agindo em assuntos que envolvam interesses próprios.

As regras legais nos EUA em matéria do dever de diligência são relativamente fracas, mas as regras legais relativas ao dever para agir razoavelmente são muito fortes. Além disso, ambos os deveres, particularmente o dever para agir razoavelmente pode dar lugar a obrigações em acção judicial interposta, ainda que o seja por um único accionista.

Finalmente, ambos os deveres são matéria abordada por normas sociais muito fortes nos EUA, de forma que a violação de qualquer dever, mas especialmente o dever para agir razoavelmente, pode dar lugar não só a obrigações, mas também a forte publicidade desfavorável e a sanções de reputação altamente adversas.

4.1.4 O Objectivo da Organização

Nos EUA é geralmente aceite que o objectivo da organização é administrar as actividades organizacionais com uma visão centrada na obtenção de lucros cada vez maiores, a fim de aumentar o lucro do accionista dentro, claro, dos constrangimentos da lei e dos princípios éticos razoavelmente considerados apropriados para a conduta ética do negócio específico da organização.

Este objectivo, embora não esteja livre de contestação, é facilmente aceite pela profissão legal e é encarnado no *American Law Institute's Principles of Corporate Governance* (ALIPCG). O significado deste objectivo na *corporate governance* americana é duplo. Primeiro, é mais fácil possuir uma administração responsável quando a administração sirva um único objectivo que quando era permitido servir uma variedade de objectivos. Segundo, o conteúdo do objectivo encarna a norma da primazia do accionista, o que quer dizer que as organizações deveriam ser geridas tendo em vista a maximização do lucro e da riqueza accionista.

4.1.5 Regras Estruturais

Nos últimos dez anos quase todas as grandes organizações publicamente detidas nos EUA adoptaram um modelo de controlo e acompanhamento do Conselho de Administração, o qual apresenta uma componente funcional e estrutural. Na componente funcional, as funções primárias do Conselho são seleccionar, avaliar regularmente, fixar a compensação dos

directores, e, quando apropriado, substituí-los, e acompanhar a gestão dos negócios da organização levada a cabo pelos executivos seniores, avaliando se o negócio está a ser gerido correctamente.

Se o Conselho de Administração tem a função de acompanhar os directores, deve ser estruturado de forma a efectuar esta função. A componente funcional do modelo é complementada por uma componente estrutural. Com base na sua composição refira-se que pelo menos deveria existir uma maioria de directores não executivos que fossem também independentes dos executivos. O Conselho deveria ter comissões de auditoria, de nomeação e de compensação compostas exclusivamente por estes directores.

Embora o modelo não seja legalmente imposto, é virtualmente obrigatório atendendo às normas empresariais prevalecentes nos EUA:

Por exemplo, Lesser, Guse e Martens compararam os padrões de corporate governance adoptados por cinco das principais instituições empresariais americanas e investidores institucionais, a Business Roundtable, a National Association of Corporate Directors, o California Public Employees' Retirement System, o Council of Institutional Investors e a Teachers Insurance and Annuity Association, com as práticas de quinze organizações americanas seleccionadas como exemplares na prática da governance americana actual. Todas as cinco instituições tinham uma política de que no Conselho deveria ser incluída uma maioria significativa de directores independentes. Treze das quinze organizações exemplares tiveram políticas formais relativas ao número de directores independentes, e a maioria dessas políticas estavam em conformidade com os padrões de significativa maioria. (As outras empresas exemplares podem ter seguido este padrão embora não tivessem nenhuma política formal nessa matéria.) Iguamente, todas as cinco instituições seguiam a política de que uma organização deveria ter comissões de auditoria, de compensação e de nomeação que fossem constituídos unicamente por directores independentes.

Oito das quinze organizações exemplares tinham políticas formais sobre este assunto ainda que geralmente não completamente conformes com estes padrões. (Novamente, as outras organizações exemplares podem ter seguido esse padrão embora não tivessem nenhuma política formal no assunto.)

Numa escala mais alargada, um estudo recente verificou sobre organizações cuja capitalização bolsista fosse de 10 bilhões de USD ou mais, que a percentagem comum de directores independentes no Conselho era de 66%. Até mesmo entre organizações com uma capitalização de mercado de somente 250-500 milhões de USD, a percentagem comum de

directores independentes no Conselho era de 58%.

Entre organizações com uma capitalização de mercado de 10 bilhões de USD ou mais, todas tinham comissões de auditoria e de compensação, e 93% tinham comissões de nomeação. A percentagem comum de directores independentes na comissão de auditoria era 82%; na comissão de compensação, 93%; e na comissão de nomeação, 79%. Até mesmo entre as organizações com uma capitalização de mercado de 250-500 milhões de USD, 100% tinham comissões de auditoria, 98% tinham comissões de compensação, e 53% tinham comissões de nomeação. A percentagem comum de directores independentes nas comissões de auditoria nestas organizações era de 80%; nas comissões de compensação, 82%; e nas comissões de nomeação, 53%

(EINSENBURG, 1999: p. 6)

Uma vez que o modelo foi aceite como norma nos Estados Unidos, um grupo de outras normas relacionadas começou a emergir. Algumas destas normas acompanham o processo evolutivo; outras estão em fases de embrião, e podem ou não florescer. Algumas destas normas emergentes visam o tratamento do corpo de directores independentes como um órgão de facto da organização e o conceito de director externo principal.

4.2. A POSIÇÃO DO REINO UNIDO

Na Europa é o Reino Unido que tem tomado a vanguarda e que tem liderado basicamente todo o processo de implementação de normas tendentes à obtenção de uma *boa corporate governance*. Depois do grande impacto que tiveram a divulgação dos relatórios *Cadbury* e *Greenbury*, o relatório *Hampel* reformulou e actualizou tudo o que até aí tinha sido proposto. De facto, em Janeiro de 1998, o comité *Hampel* emitiu o seu relatório definitivo, o qual incluía uma revisão do relatório *Cadbury*, especialmente no que respeitava aos aspectos financeiros da *corporate governance*, e as conclusões do relatório *Greenbury* em matéria de remuneração dos membros dos Conselhos de Administração. Os objectivos do comité foram, entre outros:

- Realizar uma análise de todo o processo de *corporate governance* dentro de uma estrutura de princípios;
- Realizar um diálogo construtivo entre as organizações e os seus principais accionistas.

As novas propostas do relatório *Hampel* incluem como novidades os seguintes aspectos:

- Redefinir o processo existente de revisão do controlo interno. Neste sentido, o novo código refere que esta revisão deve contemplar os testes operacionais, os testes de conformidade e os testes relativos ao *risk management*;
- Compromisso de analisar o cumprimento dos pontos estabelecidos pelo código e a sua comunicação ao Conselho das acções necessárias para atingir esse desiderato;
- Compromisso de preparar um relatório para integrar as contas anuais que contemple os princípios estabelecidos, justificando qualquer incumprimento;
- Analisar a estrutura do Conselho de Administração, o equilíbrio existente entre os directores executivos e não executivos e a contribuição de cada um deles para que se atinjam os objectivos estabelecidos pelo Conselho;
- Definir a figura de Director não executivo independente sénior;
- Confirmar a independência dos directores não executivos;
- Alertar todas as organizações, independentemente da sua dimensão, para a necessidade de criar um departamento de auditoria interna;
- Definir um plano de formação adequado para os novos membros do Conselho;
- Considerar que o Conselho de Administração deve fixar o objectivo de reduzir os períodos contratuais dos seus membros para prazos não superiores a um ano, assim como abordar a possibilidade de destituir um membro do Conselho ou director mediante um acordo prévio com os ditos profissionais garantindo-lhes todas as remunerações a que tenham direito;
- Analisar a importância, qualidade e periodicidade da informação disponibilizada ao Conselho, ficando atribuída ao presidente daquele órgão a responsabilidade específica de se certificar que todos os directores estão adequadamente informados.

Em suma, o objectivo das principais recomendações do comité foi assegurar um adequado equilíbrio entre a saúde financeira do negócio e a sua situação financeira.

Com base nas recomendações do comité *Hampel*, a LSE emitiu a versão final dos *Principles of Good Governance and Code of Best Practice*¹³¹, o chamado *Combined Code*¹³², que seria aplicável a todas as organizações cotadas na Bolsa de Londres a partir dos exercícios fiscais terminados em Dezembro de 1998 e seguintes.

4.3. A POSIÇÃO EUROPEIA

Ao longo do tempo, várias propostas foram formuladas pela Comissão Europeia sem que, contudo, fossem adoptadas pelo Conselho. Entre outras, citam-se as seguintes:

- A Quinta Directiva (9 de Setembro de 1983) relativa à estrutura das organizações de responsabilidade limitada publicamente detidas e à participação dos trabalhadores na supervisão da administração da organização, e a terceira alteração à proposta para uma Quinta Directiva (12 de Dezembro de 1991);
- A Décima Directiva (25 de Janeiro de 1985) relativa a fusões internacionais de organizações de responsabilidade limitada publicamente detidas;
- A Décima Terceira Directiva sobre OPAs e outras ofertas gerais (26 de Setembro de 1990), que estava pendente quando uma nova proposta foi adoptada (6 de junho de 1996);
- O Regulamento de Estatutos para uma Organização Europeia (25 de Maio de 1991);
- A Directiva complementar ao Estatuto para uma Organização Europeia respeitante ao envolvimento dos trabalhadores na mesma (25 de Maio de 1991).

Presentemente, a Comissão tem em preparação uma nova proposta para a Décima Directiva e que vai no sentido de facilitar as fusões transfronteiras, superando os obstáculos resultantes de legislações nacionais divergentes.

Relativamente à questão da organização europeia, uma comunicação da Comissão relativa à informação e consulta dos trabalhadores, emanada em 14 de Novembro de 1995, procurou lançar o debate para solucionar a problemática do papel desempenhado pelos trabalhadores.

¹³¹ Princípios de Bom Governo e Código das Melhores Práticas.

¹³² Código Combinado.

Desde a Quinta Directiva não ocorreu nenhum outro desenvolvimento assinalável. A Comissão está a considerar se é apropriado avançar com qualquer proposta de *corporate governance* à luz das conclusões de um estudo que foi levado a cabo por sua iniciativa, no âmbito das consultas por si efectuadas.

O referido estudo foi efectuado pela *Ernst & Young (data)* com a ajuda de professores de direito das sociedades e profissionais de organizações da UE, tendo averiguado, dentro da UE, o modo desejável de simplificar ou adaptar os procedimentos nacionais relativamente à estrutura e organização dos poderes nas organizações de responsabilidade limitada publicamente detidas. O estudo foi desenvolvido de forma a tornar os pactos sociais mais alinhados com a realidade económica actual e, em particular, com a dimensão europeia e internacional na qual as organizações operam. Concluiu-se que, a simplificação e a adaptação eram necessárias relativamente a vários assuntos, designadamente:

- à administração e gestão das organizações;
- à supervisão interna e externa;
- aos direitos e obrigações dos accionistas;
- direitos de voto e princípio da proporcionalidade entre direitos de voto e capital subscrito;
- à protecção de accionistas minoritários;
- à obrigação dos directores para com partes terceiras,

tendo sido sugeridas formas apropriadas de introduzir as simplificações desejáveis e de implementar as adaptações. Foi também analisado até que ponto a proposta para uma Quinta Directiva se encontra sustentada em necessidades efectivas e concretamente identificadas.

O estudo, além de abranger empresas de grande dimensão, também engloba todas as organizações de responsabilidade limitada publicamente detidas sem consideração da dimensão, para além de tratar informações relativas a outras formas de organizações cujos capitais se encontrem dispersos, particularmente organizações privadas com responsabilidade limitada. O relatório foi organizado do seguinte modo:

- Avaliação da legislação nacional dos principais Estados Membros da UE;
- Avaliação da necessidade de simplificação e adaptação;

- Apresentação de medidas apropriadas;
- Análise da Quinta Directiva à luz das recomendações.

Apesar de todos estes esforços, este clima de indecisão e a falta de vontade política, têm protelado a emissão de directiva ou directivas específicas para dar tratamento a esta matéria. Contudo, os países mais influentes deste espaço regional têm, individualmente, produzido regulamentação própria. Assim, para além do caso do Reino Unido, já aqui referido, cujo último grande desenvolvimento culminou com a publicação em Junho de 1998 da versão definitiva dos resultados do comité *Hampel*, outros países têm igualmente abordado o problema. Salientam-se, entre outros, os seguintes casos:

Bélgica

Existem duas abordagens, o *Corporate Governance Principles*, emitido em 1998 pela *Federation of Belgian Companies*, e o *Report of the Belgium Commission on Corporate Governance*, mais conhecido por *Cardon Report*, igualmente de 1998 e da responsabilidade da *Brussels Stock Exchange*.

França

Neste país existem publicados vários estudos e recomendações já efectuados. Para além dos relatórios *Vienot I e II*, resultantes dos esforços do *Conseil National du Patronat Français* e da *Association Française des Entreprises Privées*, outros foram igualmente publicados, dando conta das crescentes preocupações que sobre a matéria se colocavam em França: relatório *Lévi-Lang*, da responsabilidade das duas entidades anteriormente citadas e que conduziu, também em 1995, à publicação de *Stock Options: Mode d'Emploi pour les Enterprises*; e as *Recommendations on Corporate Governance (Hellbuyck Commission Report)*, emitidas em Junho de 1998, pela *Association Française de la Gestion Financière*, que constitui uma abordagem do tema na perspectiva do investidor, são disso exemplo.

Holanda

O resultado dos estudos desenvolvidos pelo *Committee on Corporate Governance* culminou com a publicação, em Junho de 1997, do *Code Peters*, ou mais propriamente, do *Corporate Governance in the Netherlands – Forty Recommendations*.

Irlanda

Foi publicado, em 1991, por iniciativa da *Irish Association of Investments Managers* o *Statement of Best Practices on the role and responsibilities of Directors of Public Limited Companies*. Este documento viria a ser revisto em 1993, e em Outubro de 1998 foi totalmente reformulado passando a designar-se *Corporate Governance and Incentivisation Guidelines*.

Portugal

No nosso país, numa tentativa de acompanhar o esforço universalmente latente para regulamentação da matéria, a Comissão do Mercado de Valores Imobiliários (CMVM) publicou, em Novembro de 1999, as *Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*.

Como se pode observar, apesar de não existir harmonização formal ao nível da UE, muitos são os Estados-membros que já contemplam nas suas práticas a regulamentação em sede de *corporate governance*. O interesse crescente desta problemática conduziu a que, um pouco por todo o espaço comunitário, surgissem necessidades de avaliação de conformidade e alinhamento dos padrões europeus com os de outros espaços de influência.

Em 1997, a *Déminor*, uma organização de origem belga de assessoria a investidores institucionais, privados e Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS) na gestão dos seus interesses minoritários, conduziu um inquérito de opinião sobre critérios de *corporate governance* entre 110 dos maiores investidores institucionais, a maior parte dos quais eram entidades gestoras de fundos de pensões europeus. As conclusões desse inquérito foram retiradas de trinta investidores institucionais de sete países diferentes os quais geriam mais de 400 biliões de Euros (na altura, mais de 440 biliões de USD) de títulos. Conjuntamente com o inquérito aos investidores institucionais, e no seguimento do estudo anterior, a *Déminor* avaliou as normas de *corporate governance* na Europa. O estudo passou a contemplar nove dos principais índices accionistas Europeus, analisando um total de 248 organizações.

No geral, o inquérito revelou que os investidores institucionais consideram quase todos os critérios de *corporate governance* incluídos na pesquisa como muito importantes. O estudo sobre as organizações europeias mostrou ainda que as organizações do Reino Unido

respondem melhor às expectativas dos investidores em termos de *corporate governance*. O debate sobre esta matéria ganhou também, actualmente, expressão considerável em França, na Holanda, na Bélgica e na Suécia, considerando que em outros países (Alemanha, Suíça, Itália e Espanha) está ainda um pouco atrasado.

Relativamente ao inquérito de opinião entre os Investidores Institucionais foi utilizado um questionário para que, na sua perspectiva, assinalassem a importância relativa de determinado número de critérios de acordo com as suas normas de *corporate governance*. Foram apresentadas as seguintes categorias:

Categoria 1: Informação aos Accionistas

Avaliaria o grau de transparência da organização medido em função da quantidade e qualidade da informação não financeira sobre a estrutura de *governance*, tais como a independência dos membros do Conselho de Administração, etc..

Categoria 2: Direitos e obrigações dos accionistas

Esta categoria incluía critérios relativos às restrições dos direitos de voto, questões em torno dos sistemas de votação, propostas dos accionistas e formas de votação.

Categoria 3: Estrutura do Conselho

Abarcava todos os assuntos relativos à gestão do Conselho, tais como independência dos directores, divisão entre o papel do Presidente e do Director Geral, eleição do Conselho, etc..

Categoria 4: Ausência de meios de defesa contra OPAs

Este ponto abrangia todas as medidas que pudessem ser utilizadas para proteger a organização de uma OPA hostil ou para fortalecer a gestão.

O estudo foi conduzido de forma independente por iniciativa própria da *Déminor*, tendo sido baseado inteiramente na informação disponível para o público, tais como relatórios anuais, artigos da imprensa especializada, e outras informações de natureza pública. Foram observadas, como já referido, um total de 248 organizações envolvidas nos principais índices accionistas. Estavam representados os seguintes índices:

<i>Alemanha</i>	DAX 30	<i>Itália</i>	MIB 30
<i>Bélgica</i>	BEL 20	<i>Reino Unido</i>	FTSE 30
<i>Espanha</i>	IBEX 35	<i>Suécia</i>	SAX 15
<i>França</i>	CAC 40	<i>Suíça</i>	SMI 23
<i>Holanda</i>	AEX 25		

Neste estudo consideraram-se também os desenvolvimentos recentes em matéria de *corporate governance*, a fim de refinar os critérios e o peso com que as organizações foram avaliadas. Numa escala de 0 a 100, os investidores institucionais classificaram a importância das quatro categorias como se segue:

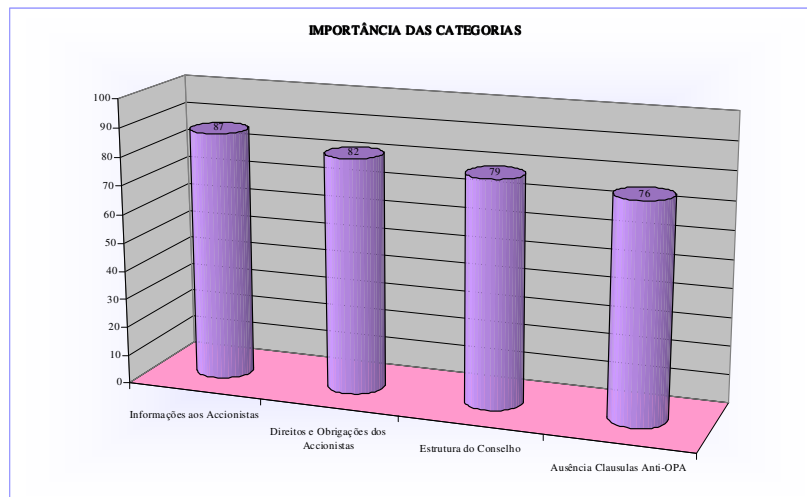


Figura 6: Importância das Categorias de “Corporate Governance” para os Investidores Institucionais europeus.

Fonte: *The 1997 Déminor Corporate Governance Survey*

Como se verifica, os resultados mostram que foi a informação disponível para os accionistas que constituíram as maiores preocupações dos investidores. Seguem-se de muito perto as questões sobre os direitos e obrigações dos accionistas, quedando-se nas posições seguintes os assuntos relativos à estrutura do Conselho e sobre a ausência de cláusulas anti-OPA, mas mesmo assim revelando ambas elevado grau de interesse.

Relativamente aos critérios de *governance* subjacentes às categorias consideradas,

verificou-se que a independência dos directores foi o mais cotado, seguindo de muito perto pela limitação dos direitos de voto e as questões inerentes à votação. Os cinco critérios considerados mais importantes pelos investidores institucionais incluem ainda a forma de eleição do Conselho e a conformidade, conforme gráfico seguinte:

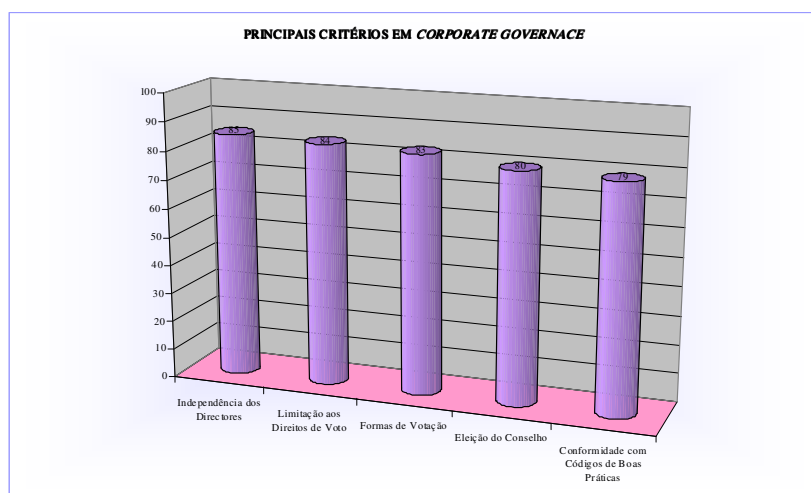


Figura 7: Principais Critérios em “Corporate Governance” para os Investidores Institucionais europeus.

Fonte: *The 1997 Déminor Corporate Governance Survey*

Como se pode observar na figura n.º 8, é de facto, em matéria da informação fornecida que as organizações apresentam melhor desempenho, sendo a ausência das cláusulas anti-OPA o aspecto mais descurado¹³³. O Reino Unido é claramente o país que revela mais preocupações na matéria, apresentando boas *performances* em três das quatro categorias e *performance* média na restante. Pode ainda observar-se que, exceptuando o Reino Unido, e pontualmente a Alemanha e a Suécia relativamente aos direitos e obrigações dos accionistas e à informação, respectivamente, conseguem bons desempenhos. O panorama geral é de *performance* média, sendo visível o superior desempenho dos países de cultura anglo-saxónica face aos países de influência continental. Atente-se que, eram a Espanha, a Itália e de certa forma a França os países com menor *performance*.

No que respeita à atitude face à *corporate governance*, em termos gerais, os países analisados alinhavam-se pela seguinte forma relativamente às quatro categorias:

¹³³ Só o Reino Unido consegue uma *performance* média.

País	Informação			Direitos/Obrigações			Estrutura Conselho			Ausência anti-OPA		
UK			+			+			+		0	
Alemanha		0				+		0		-		
França		0		-				0		-		
Suíça		0			0		-			-		
Holanda		0		-				0		-		
Espanha	-				0		-			-		
Itália	-				0		-			-		
Suécia			+	-				0		-		
Bélgica		0			0			0		-		

Legenda: - pobre; 0 média; + boa

Figura 8: Performance em “Corporate Governance” por país.

Fonte: The 1997 Déminor Corporate Governance Survey

O estudo da *Déminor* permitiu concluir que, do universo de organizações analisadas, as três empresas de *top*, em termos do cumprimento dos cânones estabelecidos, em cada país, eram as seguintes:

País	1ª	2ª	3ª
UK	British Telecom	Cadbury	GEC
Alemanha	VIAG	Hoechst	Volkswagen
França	BNP	Rhône-Poulenc	Air Liquide
Suíça	Swiss Re	Crédit Swiss	ABB
Holanda	Aegon	Unilever	Elsevier
Espanha	Repsol	Iberdrola	Amper
Itália	Generali	San Paolo di Torino	Telecom Italia
Suécia	Atlas Copco	Astra	Volvo
Bélgica	Gle de Banque	BBL	Petrofina

Figura 9: Organizações mais cumpridoras em “Corporate Governance” por país.

Fonte: The 1997 Déminor Corporate Governance Survey

O estudo comparou ainda a classificação em termos de *corporate governance* de cada organização com o seu desempenho financeiro medido a partir dos retornos médios acumulados dos últimos cinco anos. A este nível não foram, no entanto, encontradas correlações significativas entre os dois parâmetros.

Muitos fundos de pensões nos EUA conseguiram estabelecer algumas relações com base em dados estatísticos recolhidos por um período de pelo menos dez anos, as quais sugeriam que as relações entre uma boa corporate governance e o desempenho financeiro só era evidenciada a médio prazo, sendo frequente um intervalo de tempo entre a percepção de benefícios de um princípio e a sua implementação. Para além disso, uma pesquisa da McKinsey, envolvendo mais de cem dos maiores investidores, também apontava nesse sentido: em média, aqueles estavam dispostos a pagar um prémio de 11% sobre o preço de mercado pelas acções das organizações que apresentassem boas práticas de corporate governance.

(DÉMINOR, 1998: p. 5)

Analisando o comportamento dentro de cada categoria do referido estudo pode observar-se o seguinte, relativamente a cada uma delas:

4.3.1 A informação aos accionistas

Sendo certo que a informação prestada reflecte o grau de transparência e responsabilidade da organização face aos seus accionistas, esta torna-se um dos mais importantes aspectos da *corporate governance*.

O Reino Unido e a Suécia adoptam, em termos gerais, regimes de boa informação sobre a composição do Conselho, tal como relativamente aos termos do mandato e aos *curriculum vitae* de cada membro, acrescendo, no caso do Reino Unido, o número de directores não executivos (DNE). Questões relativas à independência, contudo, continuam ainda a permanecer pouco divulgadas aos accionistas.

4.3.2 Direitos e obrigações dos accionistas

Os investidores preferem habitualmente o sistema - uma acção - um voto - um dividendo normal - que lhes garante uma melhor apreciação do poder da estrutura na organização.

O Reino Unido, Alemanha, Bélgica, Itália e Espanha aderiram em larga medida a este princípio. A França, porém, tem uma percentagem significativa de duplos direitos de voto

(73% das organizações analisadas) e 10% das organizações pagam dividendos preferenciais (dividendos majorés) aos accionistas de longo prazo. Na Holanda mais de 70% das organizações entregam os seus direitos de voto a uma administração fiduciária (administratie kantoor que detem 50 a 90% dos direitos). Na Suécia existem limites aos direitos de voto na maior parte dos articulados dos pactos sociais e duas classes de acções com diferenças consideráveis relativamente aos direitos de voto de mais de 1/1000 de um voto.

(DÉMINOR, 1998: p. 6)

4.3.2 Estrutura do Conselho

A presença de DNE e de directores independentes é considerada como sendo o mais importante parâmetro da *corporate governance*, como se reflecte no inquérito de opinião efectuado entre os investidores institucionais. O assunto da independência, contudo, é, sem excepção, um dos mais negligenciados em todos os países.

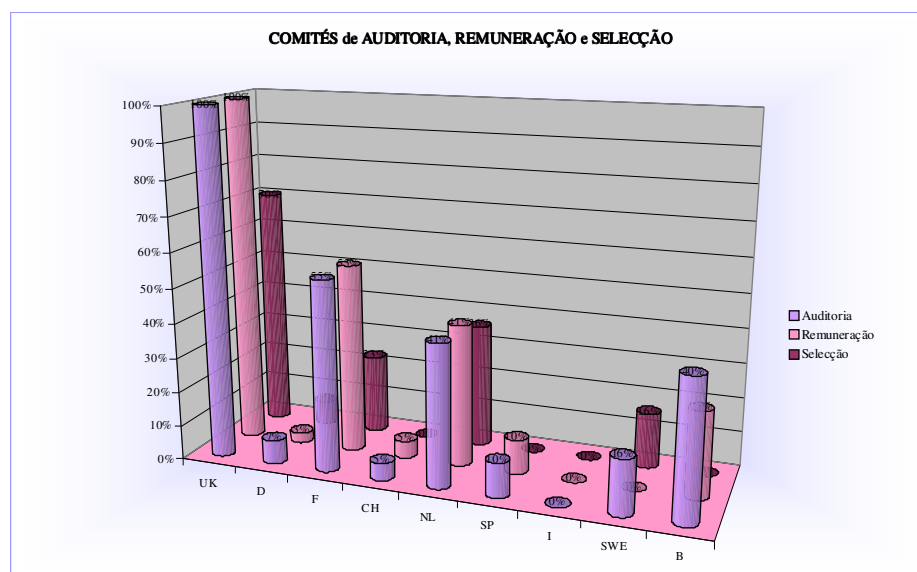


Figura 10: Existência de Comitês de Auditoria, Remuneração e Selecção por País.

Fonte: *The 1997 Déminor Corporate Governance Survey*

Os comités do Conselho (de auditoria, de remuneração e de selecção) prevalecem no Reino Unido (que tem perseguido este conceito desde 1992), com particular incidência no que respeita aos aspectos de remuneração e auditoria. Mais recentemente, a França, e num patamar inferior a Holanda e a Bélgica, experimentaram um aumento considerável do número de comités. Na maior parte dos casos, contudo, não é claro qual o grau de independência dos membros de cada um destes comités, como se pode observar no gráfico da figura anterior.

4.3.4 Ausência de cláusulas anti-OPA

A realidade Europeia é a de que todas as organizações, em todos os países, têm de alguma forma cláusulas anti-OPA. Neste âmbito, a liderança é da Holanda¹³⁴. Porém, as organizações têm, por norma, alguma relutância em divulgar e/ou implementar qualquer mecanismo que possa ser interpretado como medida anti-OPA.

O inquérito da *Déminor* realizado entre os principais investidores institucionais europeus mostra com evidência que estão a aumentar as preocupações sobre a presença de boa conduta de *corporate governance* nas organizações onde investem.

Já em 1999, a *Déminor* lançou um novo serviço de avaliação em matéria de *corporate governance*, envolvendo organizações cotadas nos principais mercados europeus. Mais de 160 organizações *blue chip*¹³⁵, cotadas nas bolsas de valores de seis países europeus, foram analisadas pela *Déminor*, com base em critérios de *corporate governance*. Os resultados desta análise permitiram observar melhorias significativas relativamente a alguns países, designadamente a França, mas confirmam, de um modo geral, os resultados obtidos na pesquisa anterior da *Déminor*¹³⁶.

As práticas de *corporate governance* centram-se nos três conceitos: valor accionista de longo prazo, transparência e responsabilidade. Estes conceitos são vistos como factores chave pelos investidores institucionais europeus; são também matéria de preocupação nos Conselhos de Administração da maior parte das organizações europeias. Contudo, há um longo caminho a percorrer para os converter em acção na prática.

O rápido crescimento das solicitações dos investidores institucionais para a adopção de melhores normas de *corporate governance* não está em sintonia com os padrões alcançados pelas organizações da Europa. A questão que se coloca é: o que fazer para reduzir o tempo de espera para que esta sintonia se instale? Algumas sugestões poderão, no entanto, ser aventadas às organizações, aos investidores institucionais e às autoridades legisladores, reguladoras e

¹³⁴ Como pode ser observado no relatório da *Déminor* (DÉMINOR, 1998: p. 6).

¹³⁵ Expressão usada na identificação nas organizações cotadas de maior valor ou menor risco. A expressão original refere-se à cor das fichas de jogos dos casinos com maior valor.

gestoras dos mercados.

Do referido, parece ser de salientar, que as organizações que estejam interessadas em aceder aos mercados de capitais internacionais devem:

- Aumentar a transparência, o que quer dizer a qualidade e quantidade de informação não financeira relativa à *corporate governance*;
- Ser mais responsáveis com os proprietários, por exemplo, incluindo um número suficiente de directores independentes nos seus Conselhos e nos seus vários comités e dotar os accionistas de informação suficiente que assegure a independência dos seus membros;
- Aplicar o princípio de uma acção-um voto-um dividendo;
- Facilitar o exercício dos direitos de voto dos accionistas na medida do possível dentro da estrutura legal.

Os investidores institucionais podem não exercer somente os seus direitos de voto, mas também emitirem e explanarem as suas intenções de voto, que deveriam reflectir primeiramente a sua posição face à boa conduta em termos de *corporate governance*. Além disso, deveriam investir em relações de investimento, isto é, em trocas mútuas e contínuas entre eles próprios e as organizações, no sentido de liderarem o desenvolvimento na área da *corporate governance*.

Relativamente à posição legal poder-se-à dizer que, geralmente, não será necessária. A *corporate governance* é mais uma matéria de espírito do que de imposição. Contudo, em circunstâncias específicas, uma mudança na legislação pode constituir um ímpeto valioso para impulsionar a adopção de normas de boa *corporate governance* perseguida pelas organizações em determinados países.

Finalmente, da forma que as autoridades reguladoras dos mercados estão preocupadas, parece que o mercado pode beneficiar com a adopção de um Código das Melhores Práticas. À luz da experiência do Reino Unido e da França, o grau do seu sucesso parece ser maior

¹³⁶ *The 1997 Déminor Corporate Governance Survey.*

quando a autoridade reguladora do mercado impõe normas de conformidade no referido código.

4.4. A POSIÇÃO DA OCDE

A característica ampla e variada dos sistemas de *corporate governance* dos vários Estados verifica-se igualmente no âmbito dos países membros da OCDE. A *Task Force* nomeada pela organização para abordagem desta temática, centrou os seus objectivos em identificar elementos comuns ou princípios básicos subjacentes a uma boa *corporate governance* nos diferentes sistemas. Concluiu-se que deveriam ser estabelecidos códigos pormenorizados, bem como definição de boas práticas a nível nacional e regional, que reflectam os sistemas de *corporate governance* utilizados.

Os resultados dos esforços da *Task Force* – designados por *Princípios* - constituem a primeira tentativa inter-governamental para o desenvolvimento de normas internacionais de *corporate governance*. Estes *Princípios* foram elaborados para possibilitarem um mais fácil acesso à comunidade internacional, da qual se espera que deles faça uso nos seus esforços para promover a implementação de práticas e sistemas de *corporate governance*. Como tal, torna-se evidente que os *Princípios* não pretendem elaborar prescrições detalhadas para legislação ou regulamentação.

Os *Princípios* estão organizados em cinco pontos:

1. Direitos dos accionistas;
2. Tratamento equitativo dos accionistas;
3. Papel dos grupos de interesse;
4. Divulgação e transparência;
5. Responsabilidades do Órgão de Administração.

Uma das traves mestras dos *Princípios* é a seguinte: *a estrutura da corporate governance deve assegurar que a informação atempada e necessária, divulga em todos os aspectos materialmente relevantes a situação financeira, o desempenho, a propriedade, e a governance da organização* (WITHERELL, 1999: p.78).

É indispensável um forte sistema de divulgação, pois trata-se de uma ferramenta poderosa para influenciar as organizações e de protecção dos investidores. Em última instância, um regime forte de divulgação auxilia favoravelmente as organizações através da redução do seu custo de capital. Para além disso, podem esperar-se melhorias no ambiente investidor nacional e estrangeiro e maior credibilidade e confiança do mercado de capitais. Claro que, os mercados têm limitações e incluem um determinado número de necessidades e de pré-requisitos para que a divulgação funcione como uma ferramenta efectiva de *governance*. Esses pré-requisitos podem incluir certas exigências mínimas de divulgação e um número suficiente de investidores sofisticados dispostos e capazes de agir com base na informação recebida.

Os *Princípios* elencam uma lista de requisitos mínimos para um regime de forte divulgação. Resumidamente, incluem informação financeira básica e informação sobre a *governance* da organização. Num nível mais conceptual, os *Princípios* exigem a divulgação de toda a informação material elaborada de forma fidedigna, comparável e compreensível, e que seja suficientemente pormenorizada, de forma a permitir aos utilizadores avaliar a gestão da organização e suportar as suas decisões de investimento.

Os *Princípios* vão mais longe afirmando que a divulgação deve ser regular e oportuna. Em alguns casos, pode existir necessidade de divulgação suplementar entre os períodos de relato regulares, desde que existam mudanças materialmente relevantes na posição financeira da organização. Além disso, admitem-se e incentivam-se divulgações simultâneas de forma a manter todos os investidores em pé de igualdade.

Os *Princípios* da OCDE constituem, como tal, uma referência para as normas de divulgação financeira, divulgação não financeira e de auditoria, e expressam a base para normas internacionalmente reconhecidas de alta qualidade. Na realidade, a aplicação de normas de alta qualidade em contabilidade e auditoria, incluindo os códigos de ética para os auditores, são consideradas uma das mais efectivas vias de preservação e desenvolvimento da credibilidade e qualidade dos mercados financeiros.

Independentemente das normas que sejam aplicadas na informação compilada, a

fiabilidade da informação depende da independência do auditor. Os *Princípios* estabelecem que uma auditoria anual deve ser dirigida de acordo com normas apropriadas de contabilidade e auditoria e referem que uma das mais práticas respostas sobre a questão de assegurar a independência do auditor é o fortalecimento dos comités de auditoria e a aplicação de códigos rígidos de conduta ética. Aqueles que foram desenvolvidos pela *International Federation of Accountants* (IFAC) poderiam ser uma boa referência.

Por último, é importante não negligenciar os canais de informação. Atente-se, porém, que em alguns países, o acesso à informação é difícil e dispendioso. Muito tem de ser feito para incrementar ambos os processos, de elaboração e recuperação. Os *Princípios* encorajam os Estados a explorar a melhor maneira de o fazer. O surgimento e o crescimento das tecnologias relacionadas com a *internet* oferecem inúmeras oportunidades, mas não são isentas de questões complexas para os organismos regulamentadores (por exemplo, os relacionados com o acesso e os direitos à informação; voto electrónico; protecção de dados, etc.). Por esse facto, grande parte dos países, entre os quais Portugal e os demais países da UE anteriormente referidos, que já transpuseram para o normativo interno esta problemática, foram beber a inspiração nesse documento da OCDE.

IV – NOVOS CONTRIBUTOS: UMA NOVA ORDEM REGULAMENTAR

Recently policymakers have taken a keen interest in the economic function of corporate governance systems. The impact of globalization and the recent finance-driven troubles have spurred this drive toward policies and institutions that address defects in corporate performance and propose comprehensive reforms said to foster higher firm productivity more entrepreneurship, and better developed capital markets.

(McCAHERY e outros, 2002: p. 1)

Os grandes desenvolvimentos, ou a sua necessidade, ao nível da *corporate governance* surgiram sempre como consequência de grandes crises que assolaram os mercados financeiros mundiais. As crises têm o condão de provocar acesas discussões no sentido de identificar as suas causas e, como consequência, promover a viabilização de soluções tendentes a que não voltem a ocorrer e/ou que os seus efeitos sejam minimizados.

Considerava-se genericamente um sentimento de que poderia haver uma “debilidade sistémica” nas estruturas de governo societário à escala internacional e, como tal, impunha-se a ideia de que, de algum modo, a prioridade de restauração da confiança seria talvez um dos factores mais marcantes que se poderiam eleger para caracterizar a evolução deste domínio no início do corrente século.

Na última década do século XX, as grandes referências de evolução da *corporate governance* tinham, apesar de tudo, um perfil de algum modo localizado ou circunscrito, contrastando com a explosão a que se assistiu nos primeiros anos do século actual. Tal facto verificava-se, desde logo, nos esforços pioneiros norte-americanos, já anteriormente referidos, e que estiveram na origem dos *Principles of Corporate Governance*, publicados em 1994 pelo *American Law Institute*.

No que concerne ao continente europeu, em 1992, na sequência dos escândalos financeiros registados nas empresas do Grupo *Maxwell*, viu a luz, no Reino Unido, o *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, acompanhado do *Code of Best Practice*.¹³⁷ Este relatório, que representou um marco relevante em mais larga escala, teve, de modo idêntico, origem e contornos muito ligados à experiência britânica, dando, aliás, início a uma fase de especial dinamismo e intensidade de atenção inglesa às questões do governo das sociedades.

No final da década de 90, por seu turno, foram mais proximamente os eventos da crise

¹³⁷ Conhecido por Relatório *Cadbury*

asiática que estiveram na origem da aprovação, em Maio de 1999, dos importantíssimos *OECD Principles of Corporate Governance*, os quais, atribuindo-se expressamente um carácter evolutivo e ajustável às circunstâncias, procuraram registar um conjunto de sugestões gerais naquele âmbito. Estes princípios vieram despoletar uma discussão e reflexão alargadas sobre o tema e exerceram especial influência à escala mundial.

É a partir destes *OECD Principles*, de carácter muito genérico e orientador, que reflexões mais ou menos localizadas se vão disseminando. Merece, contudo, referência o grande desenvolvimento que o documento da OCDE promoveu, designadamente na UE. Um estudo¹³⁸ reportado a 2002 promovido pela *Weil, Gothshal & Manges* em colaboração com a *European Association of Securities Dealers* e com a *European Corporate Governance Network*, referia que em 1998 só existiam na UE dez códigos de *Corporate Governance* (dos quais seis no Reino Unido e quatro nos restantes países). Volvidos três anos existiam já cerca de vinte e cinco códigos publicados.

A intensa aceleração, quantitativa e qualitativa, que este movimento de ideias e preocupações, que se vinha desenvolvendo essencialmente ao longo da década de 90, traduziu-se em intensa actividade regulamentadora, cujos marcos mais relevantes se referem no quadro abaixo.

Ano	Origem	Documento	Enfoque	Fonte
1987	EUA	<i>Report of the National Commission on Fraudulent Financial Reporting</i> (Relatório <i>Treadway</i>)	Comités de Auditoria	<i>National Commission on Fraudulent Financial Reporting</i>
1988	Canadá	<i>Report of the Commission to Study the Public's Expectations of Audits</i> (Relatório <i>Macdonald</i>)	Comités de Auditoria	<i>Canadien Institute of Chartered Accountants</i>
1992	EUA	<i>Internal Control – Integrated Approach</i>	Sistemas de Controlo Interno	<i>Committee of Sponsoring Organizations</i>

¹³⁸ “Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States”

1992	Reino Unido	<i>Financial Aspects of Corporate Governance</i> (Relatório Cadbury)	<i>Corporate Governance</i>	<i>Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance</i>
1995	França	<i>Le Conseil d'Administration des Sociétés Cotées</i> (Relatório Vienot I)	Conselhos de Administração	<i>Association Française des Entreprises Privées</i> <i>Conseil National du Patronat Français</i>
1995	Reino Unido	<i>Directors' Remuneration</i> (Relatório Greenbury)	Remuneração Directores	<i>Study Group on Directors Remuneration of United Kingdom Confederation of Business and Industry</i>
1996	Espanha	<i>Una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de Administración</i>	Conselhos de Administração	<i>Círculo de Empresários</i>
1998	Reino Unido	<i>Committee on Corporate Governance: Final Report</i> (Relatório Hampel)	<i>Corporate Governance</i>	<i>Committee on Corporate Governance</i>
1998	Espanha	<i>The Governance of Spanish Companies</i>	Conselhos de Administração	<i>Instituto Universitário Euroforum Escorial</i>
		<i>El Gobierno de las Sociedades Cotizadas</i> (Código Olivencia)		<i>Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades</i>
1999	-----	<i>OECD Principles of Corporate Governance</i>	<i>Corporate Governance</i>	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>
1999	França	<i>Rapport du Comité sur le Gouvernement d'Entreprise</i> (Relatório Vienot II)	Funcionamento dos Órgãos Sociais	<i>Association Française des Entreprises Privées</i> <i>Mouvement des Entreprises Privées</i>
1999	Portugal	Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas	<i>Corporate Governance</i>	CMVM

1999	Reino Unido	<i>Internal Control - Guidance for Directors on the Combined Code</i> (Relatório <i>Turnbull</i>)	Controlo Interno vs <i>Corporate Governance</i>	<i>Institute of Chartered Accountants of England and Wales</i>
2000	Alemanha	<i>German Code of Corporate Governance</i>	<i>Corporate Governance</i>	<i>Berliner Initiativkreis</i>
		<i>Corporate Governance Rules for German Quoted Companies</i>	<i>Corporate Governance</i>	<i>German Panel on Corporate Governance</i>

Figura 11: Cronologia dos Marcos de *Corporate Governance*.

Fonte: Elaboração própria

Todavia, no início do actual século, vir-se-iam a verificar novos e relevantes desenvolvimentos originados, como é sabido, nos grandes escândalos financeiros registados nos Estados Unidos da América, surgidos precisamente num momento de particular sensibilidade, no refluxo penoso de uma onda de euforia bolsista abruptamente terminada.

Quantitativamente, o impacto foi muito maior do que qualquer um dos precedentes, sentindo-se muito intensamente à escala mundial. Qualitativamente, gerou-se um sentimento de insuficiência estrutural do modo como tradicionalmente as empresas societárias organizavam o seu controlo e governo, o que muito influenciou os desenvolvimentos posteriores. A reacção ao estado de coisas patrocinado pela visão globalizada que os mercados internacionais tinham da situação reinante, motivada pelos grandes escândalos norte-americanos, conduziu novos e grandes desafios, que ainda perduram, em matéria de *corporate governance*.

1. O SARBANES-OXLEY ACT – O DEALBAR DE UMA NOVA ORDEM

Nos últimos anos, os diversos casos de fraudes contabilísticas, financeiras e tributárias, verificados nos Estados Unidos¹³⁹, conduziram ao aparecimento, em Julho de 2002, do

¹³⁹ Os escândalos mais relevantes são atribuídos à Enron e à Worldcom. A Enron Corporation era uma empresa americana do sector energético, sediada em Houston, no Texas. A Enron empregava cerca de 21.000 trabalhadores, tendo sido uma das companhias líderes mundiais em distribuição de energia (electricidade, gás natural) e comunicações. O escândalo financeiro que motivou a sua falência resultou de diversas denúncias de

Sarbanes-Oxley Act. Esta lei estabeleceu critérios para dar maior credibilidade às empresas de capital aberto ao investimento público, exigiu a reforma e a elevação dos padrões de prestação de contas, de transparência, de consistência e de ética empresarial, e ampliou sensivelmente. Nos Estados Unidos, fortemente pressionados pela necessidade de mostrar uma capacidade de reacção e intervenção enérgica e decidida, o movimento foi essencialmente de cariz legislativo e regulamentar, tendo como grande expoente, para além da abundante produção normativa e regulamentar da *Securities and Exchange Commission*, o *Sarbanes-Oxley Act* (SOX), promulgado em Agosto de 2002. De uma forma geral, visou-se introduzir um conjunto de regulamentos minucioso e apertado regulando pormenorizadamente, desde os requisitos de elaboração e aprovação de demonstrações financeiras e respectiva certificação pelos CEO e CFO a requisitos normativos rígidos de independência dos administradores, reuniões periódicas separadas de administradores não executivos, composição e funcionamento de comissões de auditoria, aprovação obrigatória de normas de governo societário interno e códigos de ética, independência e incompatibilidade de auditores externos, normas de protecção de alertas internos, e, até, controversos projectos, objecto de sucessivas reanálises, sobre imposição a advogados e assessores internos de obrigações de comunicação a sucessivos escalões hierárquicos.

Não foi fácil esta tarefa. Foi bastante longo o tempo necessário para aprovar os *standards de corporate governance* da NYSE e do NASDAQ propostos, respectivamente, em Agosto e Outubro de 2002 e finalizados e aprovados conjuntamente pela SEC apenas em Novembro de 2003. A concepção desta lei, foi a resposta do poder político norte-americano ao clima de descrédito e pessimismo que no rescaldo dos grandes escândalos financeiros então ocorridos, se havia instalado entre os investidores, igualmente abalada pelo declínio de uma euforia bolsista, já referida, que pusera em risco uma parcela importante da poupança privada.

fraudes contabilísticas e fiscais. O grupo declarou a falência em Dezembro de 2001 arrastando consigo a multinacional de auditoria Arthur Andersen, que auditava as suas contas. Na época, as investigações revelaram que a Enron havia manipulado os seus balanços financeiros, com a conivência de empresas e bancos, ocultando dívidas de vários bilhões de dólares, tendo, como consequência, inflacionado artificialmente os seus resultados. A WorldCom era, à altura, a segunda maior empresa de telecomunicações dos EUA. No verão de 2002, a imagem da companhia foi seriamente abalada pelo escândalo de manipulações nas suas demonstrações financeiras. Em 2001 e 2002, a operadora tinha declarado vários bilhões de dólares em receitas totalmente fictícias. Após esta descoberta, as acções WorldCom caíram vertiginosamente no mercado e a sua negociação suspenso no NASDAQ. Em 2003, a WorldCom submeteu o seu plano de reorganização ao tribunal de falências dos EUA. A companhia optou por mudar o seu nome para MCI, marcando um ponto de viragem na sua história, reflectindo igualmente as mudanças operadas na sua política e gestão.

Trata-se, pois, de uma orientação que se traduz essencialmente na cristalização de entendimentos e soluções através de normas rígidas e minuciosas e, por outro lado, com forte pretensão de aplicação extra-territorial, não apenas quanto às empresas estrangeiras com valores mobiliários admitidos à negociação em mercados norte-americanos como, por exemplo, na zona de regulamentação da actividade de firmas de auditores externos e respectiva certificação e controlo.

Após alguns anos passados sobre a publicação da lei SOX, a opinião dominante nos meios empresariais norte-americanos e entre as entidades de supervisão continua a ser a de que tal lei era indiscutivelmente necessária. Reconhece-se que os acontecimentos que estiveram na sua origem tinham suscitado um sentimento colectivo e legítimo de que era urgente empreender reformas que reabilitassem o governo das sociedades e devolvessem confiança aos investidores.

Sem embargo desta evidência, a aplicação prática do SOX e da regulamentação complementar entretanto publicada tem sido acompanhada de acesa controvérsia e fortes críticas, dentro e fora do território norte-americano. Uma das críticas deriva do facto de muitas das disposições existentes serem de natureza coerciva, pelo que se estará a incentivar o cumprimento apenas formal e mecânico dos procedimentos instituídos, sem que, verdadeiramente, se alterem padrões de comportamento dos administradores, nem riscos de fraudes internas. Acrescenta-se ainda que, por essa via, se obtém o efeito perverso de desviar os conselhos de administração da sua missão essencial de criação de riqueza para a tarefa "secundária" de controlo do cumprimento de preceitos regulamentares.

Mais séria e objectiva, pela sua relevância material e repercussões nas relações entre administradores, auditores e investidores, se tem revelado a questão concreta do cumprimento da secção 404 do SOX, que determina a publicação pelas empresas de um relatório anual sobre controlo interno, onde se inclua uma avaliação documentada da eficácia do sistema de controlo, com indicação das deficiências existentes. Como atrás se referiu, a matéria de controlo interno tem igualmente de ser objecto de certificação que o CEO e CFO devem apresentar nos relatórios trimestrais e anuais. Esta disposição conduziu as administrações da maioria das empresas a concentrar elevados investimentos na montagem e em mecanismos de

verificação das suas estruturas de controlo interno, o que implica pesados custos em tecnologia de informação. Pesou, naturalmente, neste sentido, a severidade das penas previstas para a emissão de certificações incorrectas. Mas, sobretudo num mercado com o capital fortemente disperso como é o norte-americano, tem sido patente o receio das empresas em colocar pela primeira vez ao escrutínio público a qualidade do seu controlo interno. Por estes motivos, as despesas incorridas para cumprimento da mencionada secção 404 e das disposições do SOX, em geral, terão contribuído significativamente para o aumento dos custos de gestão.

Outra consequência da nova lei terá sido a alteração do relacionamento da auditoria externa com os conselhos de administração. Perante um quadro legal que coloca os auditores externos como avaliadores formais das estruturas de controlo interno implantadas, geridas e avaliadas pelos conselhos de administração, argumenta-se que aqueles passaram a ser vistos, com algum ressentimento, como agentes das autoridades de supervisão e não mais como desejáveis consultores de negócios. Cabe salientar que, perante este cenário, a SEC e o *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB), enquanto entidades reguladoras, têm actuado, na fase mais recente do período pós-SOX, com a evidente preocupação de contrariar os aspectos mais negativos associados à aplicação da lei e respectiva regulamentação. Assim o imporá a necessidade de se obter um justo equilíbrio entre dois objectivos essenciais: assegurar efectivas melhorias no governo das sociedades cotadas e manter o mercado de capitais norte-americano internacionalmente atraente.

Adicionalmente, aquelas autoridades têm emitido orientações visando a redução dos excessivos investimentos empresariais aplicados no cumprimento do SOX, através de uma selecção mais criteriosa dos controlos internos a implementar, desejavelmente de acordo com o critério do risco. Por outro lado, vêm sendo feitos apelos aos investidores para que as fragilidades de controlo interno que começam a ser divulgadas pelas empresas não sejam entendidas como factores de exclusão de investimento, mas como elementos de análise susceptíveis de evolução positiva. Tudo isto com vista a permitir um maior acompanhamento do desempenho empresarial, em benefício do mercado de capitais e dos investidores.

Desta forma, a regulamentação imposta pelo governo americano criou condições para

que os investidores se sentissem protegidos em relação à ética e à qualidade das operações conduzidas pelas empresas em que investem. As empresas de auditoria foram proibidas ou passaram a ter muito pouca liberdade para prestarem serviços de consultoria e assessoria tributária e financeira às empresas que auditam. Assim, tornou-se necessário dar apoio independente, em matérias tributárias, aos conselhos de administração, às assembleias de accionistas, aos comités de auditoria, aos comités internos de gestão tributária, ao CEO e ao director financeiro das sociedades em geral.

Na mesma perspectiva, a administração deve ser eficaz na implantação do governo tributário (*Tax Governance*), de forma a minimizar riscos e incertezas e ampliar resultados, num contexto de concorrência crescente, margens de lucro reduzidas e enormes riscos, potenciados pelos elevados custos fiscais e a alta complexidade legislativa e regulamentar.

O governo tributário apresenta-se entre as melhores práticas de governo empresarial, uma vez que a carga tributária é um dos maiores componentes de custo da actividade empresarial e um dos maiores riscos do negócio, tanto nas operações nacionais como internacionais. Compreende desde a organização ao planeamento das actividades empresariais, identificação, quantificação e controlo dos riscos tributários – sob a perspectiva de uma gestão empresarial eficiente, visando a minimização de incertezas e a legítima ampliação de resultados – até à preservação da boa reputação e a questões estratégicas, técnicas, operacionais, económicas e financeiras do negócio.

2. OS OCDE PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE REVISITADOS

A primeira versão dos "Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades" foi aprovada e publicada em 1999, constituindo resposta ao apelo do Conselho da Organização no sentido de se elaborar um conjunto de normas e orientações sobre o governo das sociedades, de natureza não obrigatória e aplicáveis fundamentalmente as empresas com capital aberto os investimento do público.

A ideia da elaboração de um tal documento foi a de auxiliar os governos dos Estados-membros da OCDE e de países terceiros nos seus esforços para avaliar e aperfeiçoar o enquadramento normativo do governo das sociedades, fornecendo linhas de orientação para as bolsas de valores, empresas, investidores e quaisquer outras entidades com intervenção nos mercados financeiros.

Em 2002, os ministros da OCDE deliberaram uma avaliação e revisão geral dos Princípios, à luz das experiências e ensinamentos que tiveram como causa próxima os já referidos escândalos financeiros entretanto ocorridos. Tais factos haviam contribuído para a convicção generalizada de que os sistemas de governo societário sofriam de graves insuficiências e podiam por em risco a integridade dos mercados de capitais.

Para o efeito, levou-se a cabo um estudo aprofundado sobre a evolução do governo das sociedades em vários países, com especial incidência nos países membros da OCDE, e conduziu-se um amplo processo internacional de consultas envolvendo as diversas partes interessadas (empresas, investidores, associações empresariais e sindicais), com a participação activa de importantes instituições internacionais.

A versão mais recente, publicada em Abril de 2004, introduziu novos preceitos destinados a completar e aperfeiçoar o quadro normativo elaborado em 1999, embora sempre com o propósito de evitar pormenorizações que pudessem comprometer a sua aplicabilidade aos diferentes países e regiões. A ideia fundamental que presidiu à tarefa é a de que *"não existe um modelo único de bom governo das sociedades"*, mas existem *"elementos comuns subjacentes a um bom governo das sociedades. Os Princípios baseiam-se nestes elementos e são formulados de maneira a abranger os diferentes modelos já existentes"*.

Assim:

- os direitos dos accionistas foram reforçados, passando a incluir o de destituir os membros do órgão de administração e de participar nos respectivos processos de nomeação, eleição e remuneração e nas outras decisões fundamentais do governo da sociedade;
- foram igualmente reforçados os direitos dos "stakeholders" e recomendados meios

de actuação e protecção dos denunciadores de situações irregulares ou ilegais no interior das empresas ("whistleblowers");

- previu-se a divulgação da actuação dos investidores institucionais, em particular as políticas de intervenção e voto nas sociedades participadas;
- aperfeiçoou-se o quadro de actuação dos auditores externos, designadamente quanto aos seus deveres profissionais, independência e responsabilização perante os accionistas;
- introduziu-se novo princípio estipulando a criação de mecanismos que evitem a existência de conflitos de interesses que possam comprometer a opinião emitida pelos analistas financeiros, agências de "rating" e entidades afins;
- por ultimo, foi acentuada a responsabilidade fiduciária do órgão de administração e alargado o princípio da independência e objectividade dos administradores, aplicável a responsabilidades fundamentais como a integridade da informação financeira e a análise de transacções com partes relacionadas.

De uma forma resumida, os Princípios da OCDE cobrem, na sua versão actual, seis temas principais: enquadramento legal e institucional do governo das sociedades; direitos dos accionistas e funções relativas ao seu exercício; tratamento equitativo dos accionistas; papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no governo das sociedades; divulgação de informação e transparência; responsabilidade do órgão de administração.

3. O RELATÓRIO WINTER II E A REFLEXÃO DA UNIÃO EUROPEIA

Na Europa, por forte influência inglesa, a abordagem prevalecente continuou a ser, embora com hesitações, e em consonância com a ideia de que *there is no single model of good corporate governance*, a de que, em matéria de governo societário as mesmas medidas não são aplicáveis a todos os sistemas. Em consequência, promoveram-se o desenvolvimento e a multiplicação de iniciativas no âmbito das normas brandas, em que avulta a proliferação dos denominados códigos de governo societário, originados quer por impulso de organizações governamentais ou públicas quer, no âmbito da chamada auto-regulação, por diversas organizações ligadas à sociedade e aos mercados financeiros.

Pedra angular da configuração que esta orientação tem vindo a revestir é uma evolução dupla: por um lado, erigindo em princípio prescritivo essencial, pelo menos para as empresas com valores cotados em bolsa, o da transparência e divulgação, tornando obrigatória a descrição do modo como se organiza o seu governo societário; por outro (também sob inspiração inglesa), acoplando essa obrigação de transparência com a referência a um determinado corpo de orientações recomendatórias, relativamente às quais se impõe o dever de declarar conformidade ou explicar divergência: a chamada regra “*comply or explain*”.

Como refere Silva (2005), o primeiro princípio tem merecido, crê-se que justificadamente, aplauso generalizado. O segundo, pese embora a sua disseminação, nem tanto. Uma formulação da sua defesa pode encontrar-se na carta de *Sir Derek Higgins* ao *Chancellor of the Exchequer* e ao *Secretary of State for Trade and Industry* em que remeteu o seu relatório que esteve na origem do *Revised Combined Code* actualmente em vigor: “*The Combined Code and its philosophy of “comply or explain” is being increasingly emulated outside the UK. It offers flexibility and intelligent discretion and allows for the valid exception to the sound rule. The brittleness and rigidity of legislation cannot dictate the behavior, or foster the trust, I believe is fundamental to the effective unitary board and to superior corporate performance.*” Mas, mesmo em Inglaterra, vozes autorizadas se têm levantado para assinalar que este tipo de abordagem está longe de ser inócuo, e os riscos e limitações que pode comportar, quer no que respeita à geração de consensos padronizados e progressos puramente aparentes, fundados mais na avaliação pragmática dos custos de adopção mecânica de regras em contraposição ao ónus de explicar a sua não adopção, quer ainda quanto ao risco de limitar o esforço de aproximação aos princípios substanciais àquilo que consta do teor literal da recomendação.

3.1. O CONTRIBUTO SINGULAR DO REINO UNIDO

No Reino Unido reconhecia-se que, para as sociedades serem bem administradas e controladas, era importante ter no conselho de administração directores com independência de julgamento. A organização PRO NED (Professional Non-Executive Directors) cujo objectivo é desenvolver e promover o papel dos directores externos, foi criada em 1982 pelo Banco de Inglaterra e pela Bolsa de Valores de Londres, entre outros.

Nos finais dos anos 80 e inícios dos anos 90, a constatação de um número elevado de falências aliado à forte recessão económica verificada no Reino Unido intensificou a preocupação pública com os padrões de relato financeiro e com as práticas contabilísticas. Daí resultaram os acesos debates sobre o tema *corporate governance* e o início de uma nova era no governo das sociedades naquele país.

Os trabalhos dos Comités *Cadbury*, *Greenbury* e *Hampel*, traduziram-se em documentos que constituíram importantes marcos e promoveram, de facto, o estabelecimento de standards elevados de governo das sociedades no interesse de protecção dos investidores e a preservação e melhoria da posição das empresas inglesas cotadas. O relatório *Hampel* procurou consolidar as recomendações dos relatórios *Cadbury* e *Greenbury*, modificando-os nos pontos julgados necessários e contendo as suas próprias recomendações.

Após a publicação do seu relatório final, em Janeiro de 1998, o Comité *Hampel* lançou o *Combined Code*, em Julho de 1998, que reuniria as recomendações dos três relatórios anteriores. Este código passou a ser uma das exigências da Bolsa de Valores de Londres para admissão à cotação de empresas. A 23 de Julho de 2003 foi publicado o novo *Combined Code* aplicável aos relatórios financeiros realizados a partir de 1 de Novembro de 2003¹⁴⁰. Nenhum dos códigos referidos (*Cadbury*, *Greenbury*, *Hampel* e *Combined Code*) tem a força da lei. São códigos de melhores práticas e a principal obrigação das empresas cotadas no Reino Unido é declararem se e como cumprem estes códigos e explicarem as razões para não o fazerem, quando for o caso.

A estrutura de propriedade das empresas do Reino Unido, à semelhança do que acontece nos EUA, é caracterizada pela dispersão. De referir, no entanto, que a estrutura de propriedade dos EUA é ainda mais dispersa do que a do Reino Unido. Este facto é explicado pelo aumento do número de investidores institucionais naquele país. Quer os EUA, quer o Reino Unido, partilham um modelo semelhante de governo das sociedades (modelo anglo-saxão). Segundo *Monks* (2001), numa análise mais pormenorizada, evidenciam-se algumas diferenças entre estes dois países, designadamente:

¹⁴⁰ Cf. Hopt e Leyens, 2004

- Estrutura do conselho: no Reino Unido, os lugares do conselho são preenchidos essencialmente por directores executivos internos, verificando-se o oposto nos EUA, onde a presença de directores externos independentes é prática comum.
- Presidente vs CEO: as funções de Presidente do Conselho de Administração e de CEO no Reino Unido são assumidas, normalmente, por diferentes indivíduos, ao contrário do que ocorre nos EUA.
- Acções de defesa de tentativas de aquisição: as empresas americanas recorrem à utilização de *poison pills*¹⁴¹ e outras formas de defesa contra as tentativas de aquisição, enquanto que no Reino Unido nenhuma das mencionadas formas de defesa é aceite legalmente.
- Remuneração dos directores executivos: enquanto que nos EUA a filosofia é o pagamento de salários muito elevados, o mesmo já não acontece no Reino Unido.

No Reino Unido, a gestão das empresas é feita por um conselho de administração com poderes extensivos, mas cujo papel no governo das sociedades é reduzido. Além disso, os directores externos não desempenham um papel disciplinador da gestão, como acontece nos EUA.

De acordo com *Franks e Mayer* (2002) as normas e regulamentos legais representam um importante papel como factores basilares diferenciadores das práticas nos dois países. Estes autores consideram que existem duas áreas em que as diferenças são particularmente importantes: responsabilidades fiduciárias dos directores executivos e a protecção das minorias, particularmente em relação às tentativas de aquisição e a novas emissões de capital.

As principais responsabilidades fiduciárias são o dever de agir com honestidade e lealdade em situações que envolvam o benefício próprio, e o dever de agir com diligência e habilidade em situações que não envolvam o benefício próprio. Nos Estados Unidos a

¹⁴¹ Segundo Brealey e Myers (1999) trata-se de *uma emissão de valores mobiliários que é convertível, no caso de uma fusão, em acções da empresa compradora ou que têm que ser recomprados por esta.*

legislação sobre o dever de exercer uma gestão cuidadosa é relativamente pobre, mas a regulamentação legal sobre o dever de agir com honestidade e lealdade é bastante rigorosa. Além disso, ambos os deveres, particularmente o de agir com honestidade e lealdade, podem dar lugar a acções judiciais derivadas do não cumprimento de tais deveres, a qual pode ser interposta por qualquer accionista. Nos Estados Unidos tais responsabilidades são objecto de normas sociais enraizadas, pelo que a infracção dos mesmos, e especialmente do dever de agir com honestidade e lealdade, pode resultar não só em sanções legais como em publicidade adversa, com os custos inerentes em termos de imagem e de reputação da empresa. No Reino Unido, ao contrário, as acções para obrigar os directores a assumir tais responsabilidades são praticamente inexistentes. Esta realidade poderá explicar o papel mais consultivo e menos supervisor dos directores executivos das empresas inglesas. De igual modo, estamos em crer que a protecção das minorias também contribuirá para acentuar as diferenças entre o Reino Unido e os EUA. Neste ponto, a legislação inglesa providencia uma protecção maior às minorias, enquanto que nos EUA a protecção das minorias é um assunto da responsabilidade dos tribunais.

3.2. O RELATÓRIO WINTER II

A actuação da UE no domínio do governo das sociedades só no início da presente década ganhou algum dinamismo, já após a publicação dos principais relatórios e códigos de bom governo por parte da maioria dos seus Estados-membros.

Assim, em Abril de 2002 que a Comissão Europeia, solicitou a um "*Grupo de Alto Nível de Peritos em Direito das Sociedades*"¹⁴² (que já estava incumbido de apresentar recomendações para a modernização do direito europeu das sociedades, incluindo aspectos relativos ao respectivo governo), que alargasse o âmbito da sua análise a um conjunto

¹⁴² O *High Level Group of Company Law Experts* foi criado pela Comissão Europeia, em Setembro de 2001 e na sequência do fracasso então registado no projecto de 13ª Directiva. O objectivo era o de estudar e propor regras sobre ofertas públicas de aquisição, e, numa segunda fase, estudar e recomendar certas medidas de modernização do direito das sociedades. O grupo foi presidido pelo Prof. Jaap Winter e publicou dois documentos nesse âmbito. O chamado Relatório Winter I, publicado em Janeiro de 2002, com o título *Issues Related to Takeover Bids*, onde se abordavam aspectos ligados ao eventual estabelecimento de uma directiva comunitária relativa às OPA e o Relatório Winter II, publicado em Novembro de 2002, designado de *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* que procurou avaliar, identificar e propor soluções visando o alinhamento do direito de sociedades da UE e dos seus Estados-Membros, com as necessidades recentes dos mercados financeiros, onde a *corporate governance* granjeou lugar de destaque.

específico de questões relacionadas com o governo das sociedades e a auditoria.

Do trabalho desenvolvido por este Grupo de Peritos, alicerçado em ampla consulta pública, resultou o Relatório *Winter II*, publicado em Novembro de 2002 sob o título "*Um quadro regulamentar moderno para o direito das sociedades*". O relatório inclui um capítulo especificamente dedicado ao governo das sociedades, que poderá ser considerado o primeiro estudo sério de harmonização do tema no espaço comunitário.

A importância atribuída ao Relatório *Winter II* deveu-se ao facto de ter posto em relevo, no quadro do direito das sociedades, algumas das questões mais candentes do governo societário e sobre elas ter formulado recomendações que têm vindo a servir de orientação à Comissão Europeia na produção normativa sobre esta matéria: revitalização da assembleias-gerais, transparência de actuação dos investidores institucionais, responsabilidade e remuneração dos administradores, papel dos administradores independentes e das comissões do Conselho de Administração, qualidade da informação financeira.

O Grupo de Peritos propôs assim, em dezasseis recomendações, a adopção, a nível europeu, de um conjunto de regras de governo, representando criteriosa selecção de princípios e práticas de um modo geral já consignados em códigos de âmbito nacional. Entre as regras propostas destacavam-se a obrigatoriedade de um “Relatório Anual sobre o Governo da Sociedade”, por parte das sociedades cotadas, a disponibilização de informação aos accionistas em sítio da Internet, o voto por correspondência, a promoção de voto transfronteiras e o encorajamento à criação de comissões de auditoria, de nomeação e de remuneração, as quais deveriam ser compostas por administradores não executivos maioritariamente independentes. O Relatório *Winter II* tomou, além disso, posição sobre dois aspectos-chave: o tipo adequado de estrutura para as sociedades abertas e a questão da oportunidade de um código europeu de governo das sociedades.

Quanto à primeira questão, advogou a liberdade de as empresas optarem entre os sistemas monista e dualista, em função das particularidades da sua situação concreta e respectivo governo. Já a elaboração de um código europeu mereceu reservas ao Grupo de Peritos, com o fundamento de que tal código ou constituiria uma complexa tentativa de

conciliação de regras baseadas em legislações nacionais fortemente divergentes, ou traduzir-se-ia em normas muito abstractas, de utilidade duvidosa. Foi considerado preferível a coordenação de esforços, ao nível da UE, visando melhorar o governo das sociedades através da elaboração de códigos nacionais e de dispositivos que incentivassem o seu cumprimento.

3.3. ESTUDO COMPARATIVO DOS CÓDIGOS DE GOVERNO DAS SOCIEDADES

O Relatório *Winter II* havia sido precedido de um estudo comparativo exaustivo dos códigos de governo das sociedades vigentes nos então quinze Estados membros da UE, encomendado pela Comissão Europeia em 2001 e concluído em Janeiro de 2004. Tal estudo¹⁴³, que igualmente contribuiu para a definição da política comunitária neste domínio, veio demonstrar a significativa proliferação de códigos de governo das sociedades, sobretudo a partir de 1997, nos Estados-membros da UE.

Concluiu-se, então, que as divergências mais importantes nas práticas de governo societário resultam, afinal, mais das diferenças existentes entre o direito das sociedades e o direito dos valores mobiliários dos vários países do que das diferenças relevantes entre os respectivos códigos de governo. Estes últimos, de um modo geral flexíveis e não obrigatórios, apresentam notável semelhança, tendo sido entendido que poderiam mesmo contribuir para a convergência das práticas de governo na área da UE e, por essa via, facilitar a criação de um mercado único europeu de valores mobiliários.

Verificou-se, por outro lado, que, tendo embora os códigos efeitos positivos junto das empresas e dos investidores, visto estimularem a adopção de padrões de bom governo e poderem mesmo antecipar normas com força legal, as decisões relativas à escolha dos mercados de investimento não dependem tanto da existência de códigos de governo e das diferenças entre eles, como de considerações sobre a liquidez dos mercados e os condicionalismos das leis locais aplicáveis às sociedades.

De referir, por último, que os autores do estudo não consideraram premente a

¹⁴³ Trata-se do estudo *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member State*, da responsabilidade da *Weil, Gotshal & Manges*, já anteriormente referidos.

existência de um código europeu do governo das sociedades, já que o mesmo representaria o "menor denominador comum" negociável e não um repositório de boas práticas ou, caso se limitasse a um conjunto de princípios básicos de governo societário, não faria mais do que duplicar os *OCDE Principals of Corporate Governance*, publicado em 1999 e revisto em 2004, documento que mereceu a consulta e participação dos próprios Estados-membros da UE. Nesse sentido, recomendaram que os esforços da Comissão Europeia, em apoio ao pretendido desenvolvimento do mercado de capitais europeu, se centrassem sobretudo na redução de dois tipos de barreiras: "barreiras de participação" onde se incluem as barreiras legais e reguladoras do voto transfronteiras dos accionistas; e as "barreiras de informação", ou sejam, as barreiras à correcta avaliação do governo das sociedades por parte dos accionistas.

3.4. OS PLANOS DE ACÇÃO DA COMISSÃO EUROPEIA

Na sequência do Relatório *Winter II* e das conclusões do Estudo da *Weil, Gotshal & Manges*, a Comissão Europeia divulgou, em 21 de Maio de 2003, dois importantes documentos que, embora com enquadramentos distintos, passaram a constituir referências essenciais da sua actuação para o desenvolvimento e aperfeiçoamento do governo das sociedades na EU: "*Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades: uma estratégia para o futuro*"¹⁴⁴ e "*Reforçar a revisão oficial de contas na UE*"¹⁴⁵.

O primeiro documento constituiu, conforme expressamente reconhecido, a "resposta" da Comissão Europeia às reflexões que lhe haviam sido transmitidas no Relatório *Winter II* e ao debate que sobre o mesmo foi levado a efeito, com a colaboração dos Estados membros¹⁴⁶. O segundo documento foi apresentado como um complemento do primeiro, inserindo-se além disso no contexto mais vasto de um anterior "*Plano de Acção para os Serviços Financeiros*", de Maio de 1999, que definiu as principais linhas da política europeia para os serviços

¹⁴⁴ COM (2003) 284 final - Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu de 21 de Maio.

¹⁴⁵ COM (2003) 286 final - Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu de 21 de Maio.

¹⁴⁶ As razões que tornaram necessárias as iniciativas enumeradas nesta Comunicação foram, segundo expressamente indicado pela Comissão Europeia, as seguintes: tendência crescente das sociedades europeias para operarem no plano transnacional, integração contínua dos mercados de capitais europeus, rápido desenvolvimento das tecnologias de informação e comunicação (Internet, correio electrónico, vídeo-conferências), próximo alargamento da EU a dez novos Estados membros e impacto prejudicial de recentes escândalos financeiros.

financeiros e para a criação de um mercado de capitais integrado. Todavia, no essencial, este documento partilha das mesmas preocupações e objectivos do primeiro. Recordando igualmente a erosão da confiança dos investidores após alguns escândalos financeiros de grande dimensão, a Comissão considerou, neste documento, indispensável recuperar a credibilidade da informação financeira, através da melhoria da qualidade da revisão oficial de contas. Em concretização desse objectivo, o plano de acção anunciado na comunicação inclui um conjunto de medidas que, tendo embora por finalidade última assegurar a fiabilidade e atractividade dos mercados de capitais, abrangem matérias directamente relacionadas com o governo das sociedades.

Ao publicar simultaneamente os dois documentos, com expressa referência em ambos à sua complementaridade, a Comissão terá pretendido afirmar a concepção integrada da estratégia comunitária neste domínio, em que a modernização do direito das sociedades, a promoção de regras de bom governo societário e a transparência da informação financeira representam, em conjunto, três pilares basilares no esforço de construção do mercado interno e da integração do mercado europeu de capitais.

Deverá, por último, assinalar-se que nesta iniciativa a Comissão Europeia esteve também presente uma componente política. Com efeito, o plano de modernização do direito das sociedades e de reforço do governo societário foi assumido por aquela instância comunitária como uma oportunidade para a UE, baseando-se nas suas tradições culturais e empresariais, definir e sustentar, a nível internacional, a sua própria política de governo das sociedades. O objectivo era o de obter da parte das autoridades norte-americanas o reconhecimento e a equivalência das soluções europeias relativamente às regras da Lei *Sarbanes-Oxley*, adoptada cerca de um ano antes (Julho de 2002) e abrangendo no seu âmbito de aplicação as empresas não americanas com acções ou certificados de depósito cotados nos EUA.

A comunicação sobre o reforço da revisão oficial de contas foi ainda mais longe, tendo reservado um capítulo à incisiva defesa dos princípios do controlo pelo país de origem e ao reconhecimento mútuo das normas europeias e das contidas naquela lei norte-americana, bem como das consequentes medidas regulamentares emitidas pela SEC e pelo PCAOB,

destacando-se, entre estas últimas, a que impôs a obrigação de registo das sociedades de auditoria europeias junto daquele organismo. Assim, os planos de acção vertidos nas comunicações da Comissão Europeia referidas constituem, juntamente com o *Sarbanes Oxley Act* e demais iniciativas norte-americanas, a revisão dos *OECD Principles of Corporate Governance* e a revisão inglesa do *Combined Code on Corporate Governance*, documentos fundamentais responsáveis pela evolução verificada nos últimos anos.

O plano de acção estabelecido na comunicação "*Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades: uma estratégia para o futuro*" aborda, separadamente, a *corporate governance* e o direito das sociedades, começando, quanto àquela, por considerar que, sem se mostrar necessário (ou sequer conveniente) um código de governo societário à escala comunitária, será, todavia, preciso completar os contributos não vinculativos dos diversos códigos nacionais através da adopção, no âmbito da UE, de algumas regras essenciais e da coordenação dos códigos de governo societário nacionais. Para tal considera dever ter-se em particular atenção o recurso a medidas não legislativas e a preferência de normas de transparência de informação, uma vez que estas interferem menos com a vida societária. É a esta luz que, subsequentemente, o plano de acção enumera e calendariza, no seu corpo e em dois horizontes temporais (curto e médio/longo prazo), o tipo de intervenção que considera adequado e o grau de prioridade atribuído a cada uma das medidas a adoptar.

Foi na esteira e no cumprimento destes planos de acção que a Comunidade Europeia emitiu, entretanto, algumas Recomendações, Regulamentos e Directivas relacionadas, directa ou indirectamente, com o governo societário, das quais importa referir as mais relevantes, designadamente:

Documento	Entidade(s) Emissora(s)	Enfoque	Publicação
Directiva 2004/25/CE, de 21 de Abril de 2004	Parlamento e Conselho Europeu	<i>Ofertas públicas de aquisição</i>	Jornal Oficial nº L 142 de 30/04/2004

Directiva 2004/39/CE, de 21 de Abril de 2004 ¹⁴⁷	Parlamento e Conselho Europeu	<i>Mercados de instrumentos financeiros</i>	Jornal Oficial nº L 145 de 30/04/2004
Recomendação 2004/913/CE de 14, de Dezembro de 2004	Comissão Europeia	<i>Instituição de um regime adequado de remuneração dos administradores de sociedades</i>	Jornal Oficial nº L 385 de 29/12/2004
Directiva 2004/109/CE, de 15 de Dezembro de 2004 ¹⁴⁸	Parlamento e Conselho Europeu	<i>Harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado</i>	Jornal Oficial nº L 390 de 31/12/2004
Directiva 2006/43/CE, de 17 de Maio de 2006 ¹⁴⁹	Parlamento e Conselho Europeu	<i>Revisão legal das contas anuais e consolidadas</i>	Jornal Oficial nº L 157 de 17/05/2006
Regulamento (CE) n.º 1287/2006, de 10 de Agosto de 2006	Comissão Europeia	<i>Aplica a Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do</i>	Jornal Oficial nº L 241 de 02/09/2006

¹⁴⁷ Altera as Directivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e revoga a Directiva 93/22/CEE do Conselho.

¹⁴⁸ Altera a Directiva 2001/34/CE.

¹⁴⁹ Altera as Directivas 78/660/CEE e 83/349/CEE do Conselho e que revoga a Directiva 84/253/CEE do Conselho.

		<i>Conselho no que diz respeito às obrigações de manutenção de registos das empresas de investimento, à informação sobre transacções, à transparência dos mercados, à admissão à negociação dos instrumentos financeiros e aos conceitos definidos para efeitos da referida directiva.</i>	
Decisão da Comissão, de 4 de Dezembro de 2006	Comissão Europeia	<i>Utilização de informações elaboradas com base em normas de contabilidade aceites internacionalmente por emitentes de valores mobiliários de países terceiros</i>	Jornal Oficial n.º L 343 de 08/12/2006
Directiva 2007/14/CE, de 8 de Março de 2007	Comissão Europeia	<i>Estabelece as normas de execução de determinadas disposições da</i>	Jornal Oficial n.º L 69 de 09/03/2007

		<i>Directiva 2004/109/CE relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado</i>	
Directiva 2007/36/CE, de 11 de Julho de 2007	Parlamento e Conselho Europeu	<i>Exercício de certos direitos dos accionistas de sociedades cotadas</i>	Jornal Oficial n.º L 184/17 de 14/07/2007

Figura 12: Intervenções recentes da UE em sede de legislação societária.

Fonte: Elaboração própria

Como consequência deste esforço regulador os Estados-membros têm vindo, também eles, a adaptar as suas legislações nacionais às novas exigências dos mercados.

3.5. FÓRUM EUROPEU SOBRE O GOVERNO DAS SOCIEDADES

Em 22 de Setembro de 2003, o Conselho acolheu favoravelmente a apresentação dos planos de acção, que considerou serem um elemento importante para o estabelecimento de um mercado de capitais transparente e sólido numa União alargada. O Conselho subscreveu a posição assumida pela Comissão de reconhecer a importância de se realizarem consultas junto dos peritos e do público, como parte integrante do desenvolvimento do direito e do governo das sociedades a nível europeu e registou a intenção da Comissão de criar um fórum sobre

sistemas de governo das sociedades na UE.

Assim, em Outubro de 2004, por decisão de Comissão¹⁵⁰ foi criado o *Fórum Europeu para o Governo das Sociedades*. É constituído por um grupo de peritos nomeados pela Comissão, integrando um conjunto de personalidades de diferentes áreas profissionais, com experiência e competência reconhecidas neste domínio. O Fórum funciona como instância de intercâmbio de informações e das melhores práticas existentes nos Estados-membros, a fim de reforçar a convergência dos códigos nacionais de governo das sociedades, bem como na qualidade de instância de reflexão, debate e consultoria da Comissão no domínio do governo das sociedades.

A convergência dos códigos nacionais foi na ocasião apontada, pelo comissário responsável pelo mercado interno, como um meio, quer de reforçar os direitos dos accionistas e a protecção de terceiros (credores, trabalhadores), quer de permitir aos investidores comparar mais facilmente as oportunidades de investimento. Na primeira reunião do Fórum, em Janeiro de 2005, foi reconhecido que será não só necessário analisar os códigos de governo, mas também as práticas seguidas no terreno, dado que estas podem traduzir, quer insuficiente cumprimento dos códigos, quer a consideração de aspectos não cobertos por aqueles. Defendeu-se, por outro lado, que a convergência dos códigos nacionais apenas deve ser promovida onde se identifiquem problemas específicos prejudiciais à eficiência e competitividade das empresas, como é o caso das questões em torno do exercício transnacional dos direitos de voto dos accionistas. O Fórum limitou o âmbito prioritário da sua acção às empresas com títulos cotados, dada a dimensão por ela adquirida no mercado europeu.

Os contactos com os organismos nacionais competentes para a regulação da *corporate governance* nos Estados-membros, que o Fórum tinha iniciado em 2006 mostrou que seria necessária uma pesquisa mais alargada a fim de possibilitar um julgamento adequado sobre o funcionamento dos mecanismos de *governance* na UE e, em particular, o princípio *comply or explain*. Em Agosto de 2008, os serviços da Comissão lançaram um concurso público para a

¹⁵⁰ Trata-se da Decisão 2004/706/CE, de 15 de Outubro de 2004, publicada no Jornal Oficial L 321 de 22 de Outubro de 2004.

elaboração de um estudo externo independente sobre o assunto. Em consonância com as solicitações do Fórum, o estudo deve centrar-se sobre a questão dos mecanismos de acompanhamento e execução. O estudo final está previsto para o final de 2009.

3.6. SITUAÇÕES PARTICULARES NA EUROPA CONTINENTAL

Importa ainda referir também alguns dos desenvolvimentos mais marcantes em alguns dos países da Europa Continental.

3.6.1 Síntese evolutiva na Alemanha

As sociedades por acções alemãs (*Aktiengesellschaft*) caracterizam-se por ter dois órgãos administrativos: o Conselho Supervisor (*Aufsichtsrat*) e o Conselho de Gestão (*Vorstand*). Os membros do conselho supervisor equivalem à figura dos directores externos de uma empresa dos EUA. Os membros do conselho supervisor são eleitos pela assembleia-geral de accionistas e pelos trabalhadores, ou pelas suas organizações representativas. As empresas alemãs com mais de 2.000 trabalhadores devem assegurar aos seus funcionários, pelo menos, o direito de eleger metade dos membros do conselho de supervisão. Nas empresas com 500 a 2.000 trabalhadores este número baixa para um terço. Ao conselho de supervisores compete nomear e destituir os membros do conselho de gestão e controlar a sua actividade. Nenhum membro do conselho supervisor pode ser simultaneamente membro do conselho de gestão ou de qualquer outro órgão equivalente.

O conselho de gestão é equivalente aos directores executivos de um conselho do Reino Unido ou dos EUA, tendo como funções a gestão estratégica e operacional da empresa. O presidente do conselho de gestão (*Vorstandsvorsitzender*), comparável ao CEO no sistema anglo-saxónico, tem como função a coordenação do conselho de gestão (*Haid e Yurtoglu, 2004*).

Depois de 1995, a transposição para o direito alemão da directiva comunitária 88/627/EEC, sobre transparência, marca uma grande mudança na definição dos “mercados” e na atitude dos políticos, industriais e comunidade financeira, relativamente às empresas cotadas. A partir desta data as sociedades por acções cotadas num mercado oficial passaram a

ter que divulgar as entidades que controlam em mais de 5% dos direitos de voto.

O *German Corporate Governance Code*¹⁵¹ foi promulgado em Fevereiro de 2002. Este código constitui a peça central das recentes reformas no governo das sociedades alemãs; todavia, não tem força de lei. Ao contrário, pretende ser um “*código de melhores práticas*”, que encoraja as empresas a cumprir voluntariamente. Apesar deste código ser, apenas, aplicável às empresas cotadas, incitam-se as empresas de capital fechado a adoptar também os seus princípios.

Segundo *Franks e Mayer* (2001), a Alemanha teria pouco mais de 800 empresas cotadas, comparativamente às 3000 do Reino Unido. Ainda na Alemanha, 85% das maiores empresas cotadas têm, em geral, um accionista que possui mais de 25% das acções com direito de voto. A propriedade empresarial é caracterizada por uma concentração elevada, principalmente nas mãos das famílias e de outras empresas.

Aqueles autores, ao analisarem uma amostra de 171 grandes empresas industriais Alemãs, constataram ainda que em 57% das empresas existe um accionista maioritário – com mais de 50% das acções. Verificaram também que, no caso das empresas em que um accionista individual possui mais de 25% das acções, cerca de 27,5% das acções estão nas mãos de outra empresa alemã e cerca de 20,5% estão nas mãos de famílias abastadas. Os investidores institucionais alemães detêm apenas 14,7%, pelo que o seu papel é relativamente menor quando comparado com o que desempenham no Reino Unido e nos EUA. Igualmente, os bancos contam com menos de 6% da propriedade.

No seu estudo sobre a propriedade e o controlo das empresas alemãs, *Franks e Mayer* (2001), concluíram o seguinte:

- existem níveis muito altos de concentração de propriedade nas empresas alemãs, particularmente associados com *holdings* de outras empresas ou

¹⁵¹ O código alemão traduz o trabalho de uma comissão governamental nomeada pelo Ministro da Justiça Alemão em 6 de setembro de 2001. A comissão era presidida por Gerhard Cromme, e destinou-se a apresentar e propor um código que integrasse um conjunto de normas e práticas de bom governo reconhecidos nacional e internacionalmente adaptadas à realidade alemã. Surge assim, como sucessor natural dos códigos de 2000 da iniciativa do *Berliner Initiativkreis* e do *German Panel on Corporate Governance*.

famílias e padrões complexos de propriedade;

- a influência dos bancos alemães deve-se, não só, ao facto de possuírem directamente acções, mas por possuírem ainda “proxy votes” de pequenos accionistas. Estes oferecem uma variedade de serviços incluindo orientação e votação em nome dos accionistas nas resoluções da empresa.

O *German Corporate Governance Code* tem sido a referência na Alemanha, sendo sucessivamente alterado ao longo dos anos (normalmente com periodicidade anual) no sentido de o flexibilizar e adaptar às novas realidades e exigências dos mercados e da Comunidade Europeia.

3.6.2 Síntese evolutiva em França

O sistema francês permite que as suas empresas possam optar entre três tipos de sistemas de governo das sociedades. O primeiro sistema é caracterizado por um único Conselho de Administração, cujo presidente é também o CEO da empresa. A pessoa que assegura os dois cargos é denominada de *Président Directeur Générale* (PDG). O segundo sistema, muito semelhante ao sistema alemão, é composto por dois órgãos: um Conselho Supervisor (*Conseil de Surveillance*) e um Conselho de Gestão (*le Directoire*). Segundo *Mesnooh* (2002), este sistema, embora tendo existido durante muitos anos, foi utilizado por um número reduzido de empresas. O terceiro sistema foi introduzido pela Nova Regulação Económica (*la Loi Nouvelle Régulations Economique – NRE*) de 2001. Este modelo assenta no sistema tradicional, caracterizado por um único Conselho de Administração, mas termina com a concentração de poder existente nas mãos do *Président Directeur Générale*, que deixa de ser simultaneamente presidente do conselho e CEO.

Os relatórios *Vienot I e II*, publicados em 1995 e 1999, foram considerados os marcos iniciais no debate sobre o governo das sociedades em França. Aqueles relatórios abordaram questões importantes, tais como a proposta de separação entre o cargo de presidente do conselho e de CEO. Além disso, fizeram um conjunto de recomendações importantes, como a presença de um número mínimo de directores independentes.

Os mais recentes desenvolvimentos no governo das sociedades cotadas estão

relacionados com o surgimento, em Outubro de 2003, de um código denominado *Principes de Gouvernement d’Enterprise*. Este código enfatiza a competência e a experiência do director como qualidades importantes, que devem ser analisadas separadamente e adicionalmente à independência. O código francês eleva a proporção de directores independentes de um terço para metade do número de membros do conselho. Além disso, a representação dos directores independentes nos comités de compensação e de auditoria são também reforçadas.

3.6.3 Síntese evolutiva em Espanha

A partir do ano 2000, o movimento internacional reformador da *corporate governance*, pelas razões anteriormente referidas, acentuou-se substancialmente. A Espanha não foi excepção a esta tendência reformista.

Perante este novo cenário, gerou-se uma corrente em Espanha no sentido de actualizar o conteúdo do Código *Olivencia*. A aplicação, de facto, das propostas do Relatório *Olivencia*, cinco anos volvidos após a sua publicação, tinha-se revelado em alguns aspectos decepcionante. Assim, o Governo Espanhol acabou por reconhecer a necessidade de regular legalmente os aspectos mais relevantes do governo societário.

Em Julho de 2002, por sua iniciativa, foi criada a “*Comisión especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas*”¹⁵². Esta Comissão emitiu o seu relatório final em 8 de Janeiro de 2003, e nele se reconhecia como principais influências o Relatório *Cadbury*, assim como que, cinco anos depois de *Olivencia*, “*la información proporcionada por las sociedades cotizadas a los mercados y a sus accionistas es muy insuficiente. Se producen conflictos de intereses y el uso de información privilegiada por parte de directivos y consejeros*”. Em consequência, a principal motivação da Comissão foi, como referido no próprio relatório, “*la búsqueda de un equilibrio entre una regulación orientada a la protección legal de los derechos de los accionistas y la mayor autorregulación posible de las empresas cotizadas. De este principio de libertad se deducen, a su vez, los principios de transparencia y de lealtad, debidamente equilibrado con el de diligencia*”.

¹⁵² Esta Comissão ficou conhecida por *Comisión Aldama* pelo facto de ser presidida por D. Enrique de Aldama e era formada por vários especialistas espanhóis em *corporate governance*.

O relatório *Aldama* enunciou um conjunto de propostas, entre elas: o dever de informação sobre a propriedade do capital, das normas de funcionamento do Conselho e da Assembleia-geral, as operações interligadas e os sistemas de controlo; o relatório anual de *corporate governance* e o dever de lealdade, que se propõe venha a ser regulado por lei com o objectivo de evitar conflitos de interesse no desempenho de cargos em empresas¹⁵³.

Em geral, os analistas consideraram que “*el Informe Aldama no debe ser más que el comienzo entre la ley y la buena voluntad*”¹⁵⁴, mas com a sensação de que aflorava apenas algumas áreas candentes do problema como a concentração do poder no Presidente (habitualmente considerado demasiado nas empresas espanholas), a eliminação das blindagens societárias e a figura do conselheiro independente.

Como consequência das recomendações propostas no relatório *Aldama*, foi publicada, em 17 de Julho de 2003, a *Ley 26/2003* que vinha modificar a *Ley del Mercado de Valores* e reformular o texto da *Ley de Sociedades Anónimas*, ambas publicadas em finais dos anos oitenta. À época, o Ministro da Economia espanhol, Rodrigo Rato, referia¹⁵⁵ que “*la Ley se elaboró sobre la base del fomento de la transparencia en la gestión de las empresas, pero respetando el principio de autorregulación*” e constitui o primeiro marco legislativo da *corporate governance* espanhola. Malgrado as críticas efectuadas, a nova lei teve o condão de promover a rápida incorporação no ordenamento jurídico espanhol de reformas urgentes e pertinentes naquela matéria, onde se incluiu a publicação, em 2004, da *Ley de Transparencia de las sociedades anónimas cotizadas*.

Ainda na sequência do esforço legislativo iniciado com a *Ley 26/2003* foi publicada em 26 de Dezembro de 2003 a *Orden ECO/3722/2003 - Informe Anual de Gobierno Corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades*, que veio estabelecer a informação mínima a disponibilizar no *Informe Anual de*

¹⁵³ Procurava-se impedir conflitos, tais como: desempenho de cargos idênticos em empresas concorrentes; não utilização de informação confidencial em benefício próprio; não fazer uso indevido de activos da sociedade; o dever de sigilo mesmo após a cessação do vínculo e abster-se de participar em votação em que seja parte interessada, evitando ser “*juiz em causa própria*”

¹⁵⁴ Conforme referia Fernández-Armesto no *El País*, em 26 de Janeiro de 2003.

¹⁵⁵ Em intervenção pública de 14 de Novembro de 2003

Gobierno Corporativo que passaria a ser obrigatório para as sociedades com títulos cotados.

Esta primeira versão proposta do *Informe Anual* deveria conter divulgação de: identidade dos accionistas com participações significativas; estrutura dos órgãos de gestão da sociedade (Conselho, regulamento do Conselho, remuneração dos seus membros); operações com partes relacionadas e intra-grupo; sistemas de controlo do risco; funcionamento da Assembleia-geral e divulgação das suas decisões; e grau de cumprimento das recomendações em matéria de *corporate governance*.

Após 2003, foram publicadas e colocadas em prática novas iniciativas no âmbito da *corporate governance*, como as da Comissão Europeia e da OCDE anteriormente referidas. Atento a estes desenvolvimentos, o Governo espanhol decidiu, em Julho de 2005, constituir um *Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las sociedades cotizadas*. A missão deste grupo era a de assessorar a CNMV, na tentativa de incorporar as novas tendências em *corporate governance*, assim como para recolher as opiniões de especialistas em governo societário procedentes do sector privado, da Secretaria de Estado de Economia, do Ministério da Justiça e do *Banco de España*. A coordenação e presidência deste grupo foi entregue ao então Presidente da CNMV, *D. Manuel Conthe*, que veio a emitir, em Maio de 2006, o seu relatório final que incluía, como parte fundamental, o *Código Unificado de Buen Gobierno* (também conhecido por *Código Conthe*), a cujo conteúdo as sociedades com títulos cotados deviam adaptar os seus relatórios anuais sobre o governo das sociedades, a partir do exercício de 2007.

Relativamente ao seu conteúdo, o *Código Unificado* inclui 58 recomendações e 5 definições. Entre estas últimas, destaca-se, pela sua extensão e importância, a de conselheiro independente¹⁵⁶, incluindo a definição de várias situações que impossibilitam que um conselheiro possa ser qualificado como independente.

Das recomendações contidas no *Código Unificado* apenas uma pequena parcela são originais. Grande parte já tinham sido tratadas no *Código Olivencia*, provindo a origem das

¹⁵⁶ “*aquel que pueda desempeñar sus funciones sin verse condicionado por relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos*”

demais das recomendações da Comissão *Aldama*, da OCDE e Comissão Europeia. Por áreas de interesse, encontram-se no *Código Unificado* seis recomendações sobre Estatutos da sociedade e Assembleia-geral, vinte sobre os Conselhos de Administração, quinze sobre os conselheiros e dezassete sobre o funcionamento e constituição, quando aplicável, das Comissões (de auditoria, de remuneração e de selecção).

Em Espanha nos últimos anos avançou-se substancial e claramente no alinhamento das práticas nacionais com as práticas internacionais de *corporate governance*, pelos menos no que concerne às empresas espanholas com títulos cotados. O *Código Unificado*, deve ser visto como mais um passo, que permita estar na linha da frente, no que à Europa Continental diz respeito, nesta matéria. Não obstante, para se adaptarem ao *Código Unificado*, as empresas espanholas deverão corrigir determinados aspectos, como os relacionados com a divulgação da informação sobre remunerações, a estrutura escolhida para o Conselho, a eliminação das blindagens, o cumprimento dos requisitos por parte dos conselheiros independentes, entre outras. Como refere *Ros Cerezo* (2004), tornava-se necessária “*una cultura, un estilo de gestión y unas prácticas que, por convicción de accionistas y administradores, se apliquen en la vida real de la empresa, para lograr que funcione mejor, los directivos y empleados estén más motivados y los inversores y analistas valoren más a la empresa*”.

3.7. NOTAS CONCLUSIVAS

Como se referiu, na UE tem sido promovido um grande esforço no sentido de aproximar as normas e práticas de *corporate governance* ao que se verifica nos países em que existem mercados de capitais mais evoluídos, respeitando, contudo, as características e diversidade particulares dos sistemas de governo de sociedades.

Porém, pese embora esse facto, existem problemas e questões comuns que terão que ser regulados. Um dos principais temas da regulamentação prende-se com a divulgação da remuneração do órgão de gestão, designadamente o Presidente e/ou o Director Geral. A recomendação 2004/913/CE veio exigir que os accionistas devam dispor de uma visão clara e abrangente da política de remunerações da sociedade. Esta informação permitir-lhes-á avaliar a abordagem da empresa relativamente à política de remunerações e fortalecer a responsabilidade das empresas para com os accionistas. Todavia, não deverá obrigar a

empresa a divulgar qualquer informação sensível que possa prejudicar a sua posição estratégica. Deverá igualmente ser assegurada uma política de transparência relativamente aos contratos dos administradores, que deverão incluir a divulgação de informações sobre questões como o pré-aviso e pagamentos de prémios de rescisão de contrato, que estejam directamente ligadas à remuneração dos administradores. A divulgação da remuneração individual dos administradores da sociedade, executivos e não executivos, no exercício anterior, é ainda importante para apoiar os juízos de apreciação da política de remunerações em função do desempenho geral da empresa. A fim de incrementar o envolvimento e responsabilização dos accionistas, a política de remunerações deverá ser submetida à apreciação da Assembleia-geral anual.

A recomendação 2005/162/CE de 15 de Fevereiro de 2005, sobre o papel dos administradores não executivos ou de supervisão de sociedades cotadas e dos Conselhos de Supervisão reconhece que uma das principais responsabilidades destes Conselhos é a de procurar assegurar que o relato financeiro e outras informações relacionadas divulgadas pela empresa apresentam uma imagem fiel e apropriada da situação da empresa. O Conselho de Supervisão deve divulgar, pelo menos uma vez por ano, a informação adequada sobre a sua organização interna e os procedimentos aplicáveis às suas actividades, incluindo uma indicação do grau em que a auto-avaliação por si realizada tem conduzido à introdução de mudanças relevantes. Outra questão de importância capital é a independência dos administradores.

Geralmente, os códigos de *corporate governance* adoptados nos Estados-membros reconhecem a necessidade de que uma parcela significativa de administradores não executivos ou de supervisão devam ser independentes e, por consequência, não expostos a quaisquer conflitos de interesse. A independência é, na maioria das vezes, entendida como a ausência de laços estreitos com a administração, os accionistas maioritários ou com a própria empresa. A clarificação do que constitui a independência é fundamentalmente uma questão que o próprio Conselho de Supervisão deverá determinar. Neste âmbito, deverá ser divulgada informação adequada sobre as conclusões do Conselho de Supervisão relativamente à definição se determinado administrador deve ser considerado ou não independente. Quando a nomeação de um director não executivo ou de supervisão é proposta, a empresa deverá divulgar se o considera independente. Caso um ou mais dos critérios de avaliação da independência dos

administradores a nível nacional não foi cumprida, a empresa deve divulgar as razões pelas quais, apesar disso, considerou o director como sendo independente. As empresas também deverão divulgar anualmente quais os directores que consideram ser independentes.

A Directiva 2006/46/CE, que veio alterar a Quarta Directiva (relativa à apresentação das contas individuais das empresas) e a Sétima Directiva (relativa à apresentação das contas consolidadas), prevê a existência de um relatório anual de governo da sociedade, o qual deverá esclarecer claramente o grau de cumprimento das disposições nacionais relativas à *corporate governance*. O princípio *comply or explain* deve aplicar-se independentemente de a sociedade seguir o código de *corporate governance* estabelecido no seu país de origem ou qualquer outro que a sociedade tenha decidido aplicar. Além disso, e quando aplicável, as sociedades podem igualmente disponibilizar uma análise dos aspectos ambientais e sociais, necessários para melhor compreensão do desenvolvimento da sociedade, ao seu desempenho e da sua posição no mercado.

Concluindo, na última década, a *corporate governance* e o relato financeiro registaram uma evolução muito significativa no sentido da sua harmonização internacional. Ao nível da UE estas acções visam essencialmente a criação de um mercado interno mais forte. O grande desenvolvimento verificado no relato financeiro, no sentido da sua melhoria, dentro das fronteiras da UE é, ao mesmo tempo, uma resposta às influências e anseios do ambiente económico e o resultado de um esforço contínuo para uniformizar as práticas dos mercados de capitais europeus com o que se verifica em outros mercados de referência neste âmbito. Entre os estímulos registe-se a diferença percebida entre a capitalização e dinâmica do mercado de capitais nos EUA e os seus congéneres europeus, o qual tem sido uma preocupação de longa data que ainda hoje subsiste.

O objectivo da política da UE neste âmbito foi a criação de uma Europa integrada num único mercado através de um amplo quadro legislativo, de cooperação e prática, dentro do qual os serviços financeiros podem operar como um todo num regime de livre circulação de capitais e serviços. A política da UE promoveu a implementação de um conjunto de regras que permitem às empresas estabelecer-se em diferentes Estados-membros, operando mais facilmente e de forma mais transparente para além das suas fronteiras nacionais.

V – A REALIDADE PORTUGUESA

Na sequência de uma ampla reflexão internacional, sobre a estrutura e controlo das sociedades abertas ao investimento público, com vista ao aperfeiçoamento dos mecanismos de tutela dos investidores nos mercados de valores mobiliários e à semelhança da prática desenvolvida em mercados de valores mobiliários estrangeiros, a OCDE desenvolveu um conjunto de princípios gerais, não vinculativos, procurando, assim, dar o primeiro passo no sentido de fomentar um entendimento comum internacional relativamente ao que se pode entender por governo das sociedades (“corporate governance”).

Atendendo à relevância do tema, o Conselho Directivo da CMVM aprovou a 27 de Outubro de 1999 um conjunto de dezassete recomendações sobre o Governo das Sociedades Cotadas, inspirada nos princípios da OCDE...

(GRUPO LEGAL PORTUGUÊS, 1999: p. XIV)

É neste quadro jurídico-económico que cumpre saudar a publicação pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), ainda no final do ano de 1999 de recomendações que embora dirigidas às sociedades cotadas, se devem considerar como de interesse geral para todas as sociedades, a título de código de boa prática de governance.

(CARVALHO, 2000: p. XIV)

A grande maioria das empresas que estão cotadas em bolsa, não respeitou as recomendações da CMVM no que diz respeito à divulgação das medidas adoptadas sobre o governo das sociedades.

(ALMOSTER, 2000: p. 1)

A “*corporate governance*” é um assunto em destaque, fundamentalmente, desde a segunda metade dos anos 80. O interesse que o tema tem merecido, tem a sua génese na contradição que caracteriza a organização capitalista: *fragmentação da detenção do capital e concentração do controlo nas mãos de gestores profissionais, tratada magistralmente por Adolph Berle e Gardiner Means no seu clássico “The Modern Corporation and Private Property” de 1932.* (ALPALHÃO, 1999)

Como visto, sendo um tema vetusto, o interesse pelo assunto em termos europeus deve-se a *Sir Adrian Cadbury*, que no Reino Unido revolucionou por completo esta temática e fez despertar o estudo e regulamentação de tal matéria no velho continente.

1. O CASO PORTUGUÊS E O SEU ENQUADRAMENTO

Portugal, enquanto membro de pleno direito da UE, obviamente é influenciado por este ambiente regional multifacetado, onde se podem reconhecer países alinhados pela tradição anglo-saxónica e outros de inspiração mais continental (com sistemas de controlo mais umbiguistas). Apesar dos desenvolvimentos recentes em todos os países comunitários, observa-se, contudo, uma grande diversidade de mecanismos e regulamentações, longe da desejável (?) harmonização na matéria.

Em 20 de Julho de 2000, na sequência da cimeira europeia de Santa Maria da Feira, lia-se num semanário de uma conhecida associação empresarial:

Os ministros das Finanças dos Quinze aprovaram esta semana por unanimidade a criação de um grupo de especialistas que elaborará um relatório sobre a harmonização das regras nos mercados bolsistas europeus.

Esta foi a principal conclusão do primeiro Conselho de Ministros da Economia e Finanças (Ecofin) da UE sob presidência francesa, que decorreu em Bruxelas.

O grupo, composto por sete membros de vários países da União, deverá apresentar o seu

primeiro relatório em Novembro próximo; decidiram ainda os titulares das Finanças dos Quinze, numa medida recebida com “muita satisfação” pelo comissário responsável pelo Mercado Interno, Fredericks Bolkstein.

“Apesar de esta ser uma matéria técnica, trata-se de uma decisão muito importante, pois pretende criar regras mais claras em toda a Europa, que defendam os interesses dos aforradores e das empresas”, destacou por seu turno o ministro das Finanças francês, Laurent Fabius.

(AAVV, 2000: p. 2)

Parece pois, que a nível comunitário a harmonização será a via. Porém, os avanços e recuos típicos nestes assuntos, por certo irão originar atrasos com os quais não se compadecerão os agentes dos mercados e as economias.

Na sequência da ampla reflexão internacional latente sobre a estrutura e controlo das organizações abertas ao investimento público, com vista ao aperfeiçoamento dos mecanismos de tutela dos investidores nos mercados de valores mobiliários, e à semelhança da prática desenvolvida em idênticos mercados estrangeiros, a OCDE, de que Portugal é membro, desenvolveu um conjunto de princípios gerais, não vinculativos, procurando dar o primeiro passo no sentido de fomentar um entendimento internacional comum relativamente à *corporate governance*.

Particularmente relevante é a relação existente entre a *corporate governance* e a crescente internacionalização do investimento. Se se pretende beneficiar com a globalização dos mercados e atrair capitais, é necessário nivelar os parâmetros de segurança e de organização dos intervenientes nos mercados. Independentemente da abertura e adaptação ao exterior, a adesão a estas práticas contribui para o aumento da confiança dos investidores nacionais, conduzindo a fontes estáveis de financiamento.

Ora, apesar destes desenvolvimentos e influências, a discussão, no caso português, destes assuntos, tem sido relativamente aligeirada. A razão primordial para tal está, certamente, na relativamente pequena dispersão do capital das organizações nacionais, ainda que cotadas, e no papel modesto que, por variadíssimas razões, o mercado accionista tem desempenhado no financiamento das organizações portuguesas.

De facto, é preciso recuar a 1973 para encontrarmos o máximo histórico da relação entre capitalização bolsista (acções) e PIB (por memória, 82%, para apenas 56% em 1998, e, por exemplo, 19% em 1989).

....

Inclusivamente, parte significativa das empresas que estão por detrás da subida recente da relação entre a capitalização do mercado e o PIB são organizações privatizadas, cuja governação nos anos 70 e 80 decorreu ao abrigo do regime da empresa pública, tutelado por um ministério. Por outro lado, a quase totalidade das empresas que dispersaram o seu capital fora do processo de privatizações reteve um accionista maioritário após a dispersão, ou, no limite, um “núcleo (mais ou menos) duro”, ou seja, um conjunto de accionistas que, em conjunto, controlam a organização.

(ALPALHÃO, 1999: p. IX)

A realidade portuguesa é, pois, muito própria. Evoluiu-se, pelo menos nas organizações cotadas, para uma tecnocracia de gestores, responsáveis perante um conjunto de accionistas (por norma, ausentes), recorrendo a um conjunto complexo de estatutos pouco flexíveis que dificultam, se não que impedem totalmente, o exercício do poder disciplinador do mercado accionista, através da substituição dos gestores cujo desempenho não satisfaça. Também relativamente à questão da globalização, o contributo das organizações portuguesas cotadas nos índices europeus é francamente modesto.

Num país em que, como refere o *Prof. João César das Neves*¹⁵⁷, *a bolsa não existe* uma vez que se trata de *uma pequena percentagem de empresas cotadas, financiadas pelos bancos, onde as pessoas aplicam as suas poupanças* e que *está ainda muito politizada* (RODRIGUES, 2000: p. 3), onde *80% dos administradores das organizações cotadas continuam ligados aos accionistas* (ESTEVES, 2000: p. 22), colocando, dessa forma, limitações óbvias à sua independência, e em que, no dizer do *Prof. Sérgio Rebelo*¹⁵⁸, *actualmente o Governo é metade da economia*, pelo que *50% do que os portugueses ganham é controlado pelo Estado* (RODRIGUES, 2000: p. 3), por certo muito haverá a fazer.

Atente-se que a nossa dimensão¹⁵⁹, mesmo no contexto europeu, é francamente

¹⁵⁷ Citado por (RODRIGUES, 2000: p. 3).

¹⁵⁸ Referido por (RODRIGUES, 2000: p. 3).

¹⁵⁹ Veja-se a figura 2 na página 83 e as figuras 13 e 14 na página 198.

pequena. Porém, a CMVM, num esforço louvável, aprovou, em 27 de Outubro de 1999, um conjunto de dezassete recomendações sobre *corporate governance* nas organizações cotadas, inspiradas nos Princípios da OCDE mas adaptadas às nossas especificidades. Estas recomendações abrangem, entre outras, as seguintes questões: divulgação da informação; exercício de direitos de voto e representação de accionistas; investidores institucionais; regras societárias; e estrutura e funcionamento do órgão de administração.

Mesmo reconhecendo a nossa pequenez, tratou-se de um primeiro passo. Sempre se terá que atender que *raramente quem pretende ser tubarão num aquário consegue ser peixe no mar* (ALPALHÃO, 1999: p. IX).

2. DISPOSIÇÕES LEGAIS DE BASE

A percepção da distinção entre *management* (gestão) e *governance* (governo), nitidamente diferentes na sua abrangência, como visto no capítulo I, permite considerar a organização não como um núcleo de interesses privados sem que nada tenha a ver com o interesse da comunidade onde está inserida, para passar a considerá-la um sujeito de cidadania, titular de direitos e obrigações para com essa mesma comunidade.

Neste pressuposto coexistem normas de Direito Público e de Direito Privado que, forçosamente, condicionam o comportamento dos gestores. Assim, a gestão ganha uma dimensão mais alargada e transcendente relativamente aos interesses privados, e deve também ter em consideração a satisfação dos interesses públicos. Neste âmbito, considerar-se-à, a legislação mais relevante.

2.1 AS NORMAS DE DIREITO PÚBLICO

A grande norma de Direito Público por excelência é a lei fundamental, isto é, a Constituição da República Portuguesa (CRP). Nos artigos 12º e 13º, consagram-se dois princípios básicos: o da universalidade e o da igualdade. Assim:

ARTIGO 12º

(Princípio da Universalidade)

1. *Todos os cidadãos gozam dos direitos e estão sujeitos aos deveres consignados na Constituição.*
2. *As pessoas colectivas gozam dos direitos e estão sujeitas aos deveres compatíveis com a sua natureza.*

ARTIGO 13º

(Princípio da Igualdade)

1. *Todos os cidadãos têm a mesma dignidade social e são iguais perante a lei.*
2. *Ninguém pode ser privilegiado, beneficiado, prejudicado, privado de qualquer direito ou isento de qualquer dever em razão de ascendência, sexo, raça, língua, território de origem, religião, convicções políticas ou ideológicas, instrução, situação económica ou condição social.*

(LEI CONSTITUCIONAL N.º 1/97, 1997: p. 30)

Daqui resulta evidente que as organizações são sujeitos de cidadania; na grande maioria dos casos sujeitos aos mesmos direitos e obrigações que qualquer sujeito singular. A responsabilidade social e ética das organizações são, por certo, incluídas nesse âmbito.

Em tempos não muito remotos, às organizações e aos seus gestores bastava determinar as suas responsabilidades relativamente a determinados *stakeholders* específicos, quer fossem internos quer fossem externos. Porém, à medida que o meio envolvente se tornou mais complexo, foi cada vez mais difícil identificar *stakeholders* e escolher entre as obrigações conflitantes de uma organização.

Foi em atenção à resolução dos problemas criados pela crescente complexidade do mundo dos negócios que, a partir de meados do século XX, se desenvolveram teorias que pretendiam reagir à mudança constante que se operava. A responsabilidade social era basicamente substituída pelo conceito de reactividade social. Pretendia-se definir para cada organização a forma de como ser socialmente mais reactiva, e presumia-se que a regulamentação, por parte do governo e da opinião pública, afectava as decisões das empresas,

as quais deveriam ser tomadas tendo em consideração esses factos. Contudo, os modelos de reactividade social não proporcionavam orientações práticas para escolher qual o caminho adequado.

Essa deficiência, juntamente com a preocupação pública com as questões éticas, acelerou a necessidade de, hoje em dia, se conceder especial atenção aos aspectos éticos dos negócios, avaliando de que forma uma decisão menos ética da organização a pode afectar.

Em regra, a maioria das questões éticas ocorre a um dos seguintes quatro níveis: da sociedade em geral, dos *stakeholders*, das políticas internas e ao nível do pessoal. Para se raciocinar com ética é necessário compreender a linguagem ética envolvendo conceitos como: valores, direitos e deveres, regras morais e relacionamentos. Também se deve entender os ditames básicos da moralidade comum, desde o cumprimento de promessas até ao respeito pela propriedade.

Assim, num sentido ético, os executivos devem avaliar as suas decisões relativamente ao efeito que as mesmas irão provocar sobre os diferentes grupos de *stakeholders*. Foi no sentido de simplificar as tomadas de decisão, atendendo a estes valores, que os executivos, em particular, e o mundo dos negócios, em geral, centraram a sua atenção nestas questões, promovendo a divulgação de códigos de conduta e dispensando atenção crescente aos diferentes grupos de interesse da organização.

É, ainda, neste contexto que revestem particular importância os artigos n.º 54º n.º5, alíneas b) c) e f) e n.º 56º n.º 2 alínea e) da CRP. Assim:

ARTIGO 54º

(Comissões de Trabalhadores)

- 1. É direito dos trabalhadores criarem comissões de trabalhadores para defesa dos seus interesses e intervenção democrática na vida da empresa.*
- 2. Os trabalhadores deliberam a constituição, aprovam os estatutos e elegem por voto directo e secreto, os membros das comissões de trabalhadores.*
- 3. Podem ser criadas comissões coordenadoras para melhor intervenção na*

reestruturação económica e por forma a garantir os interesses dos trabalhadores.

4. *Os membros das comissões gozam da protecção legal reconhecida aos delegados sindicais.*
5. *Constituem direitos das comissões de trabalhadores:*
 - a) *Receber todas as informações necessárias ao exercício da sua actividade;*
 - b) *Exercer o controlo de gestão nas empresas;*
 - c) *Participar nos processos de reestruturação da empresa, especialmente no tocante a acções de formação ou quando ocorra alteração das condições de trabalho;*
 - d) *Participar na elaboração da legislação do trabalho e dos planos económico-sociais que contemplem o respectivo sector;*
 - e) *Gerir ou participar na gestão das obras sociais da empresa;*
 - f) *Promover a eleição de representantes dos trabalhadores para os órgãos sociais de empresas pertencentes ao Estado ou a outras entidades públicas, nos termos da lei.*

.....

ARTIGO 56º

(Direitos das associações sindicais e contratação colectiva)

1. *Compete às associações sindicais defender e promover a defesa dos direitos e interesses dos trabalhadores que representem.*
2. *Constituem direitos das associações sindicais:*
 - a) *Participar na elaboração da legislação do trabalho;*
 - b) *Participar na gestão das instituições de segurança social e outras organizações que visem satisfazer os interesses dos trabalhadores;*
 - c) *Pronunciar-se sobre os planos económico-sociais e acompanhar a sua execução;*
 - d) *Fazer-se representar nos organismos de concertação social, nos termos da lei;*
 - e) *Participar nos processos de reestruturação da empresa, especialmente no tocante a acções de formação ou quando ocorra*

alteração das condições de trabalho.

3. *Compete às associações sindicais exercer o direito de contratação colectiva, o qual é garantido nos termos da lei;*
4. *A lei estabelece as regras respeitantes à legitimidade para a celebração das convenções colectivas de trabalho, bem como à eficácia das respectivas normas.*

(LEI CONSTITUCIONAL N.º 1/97, 1997: p. 30)

Ressalta do exposto que são considerados relevantes, quanto mais não seja, a audição e/ou a participação dos trabalhadores, seja através das suas comissões, seja através de associações sindicais, nos processos de reestruturação das organizações, a respeito de acções de formação e quanto a alterações das condições de trabalho. Como refere *Carvalho* (2000) a *leitura do texto Constitucional permite subscrever a conclusão que a gestão das empresas está subordinada a um imperativo de direito e ordem pública constitucionalizado, qual seja o de estar subordinada não apenas aos interesses dos seus trabalhadores, mas também à participação de não trabalhadores ou seja, de entidades alheias à empresa, as associações sindicais*¹⁶⁰...(CARVALHO, 2000: p. XIV).

2.2 AS NORMAS DE DIREITO PRIVADO

Ao nível das normas de direito privado e relativamente à *corporate governance* há forçosamente que referir, pela sua importância, o Código das Sociedades Comerciais (CSC). O CSC veio corresponder à necessidade premente de reformar a legislação comercial portuguesa. Na verdade, à data da sua publicação, mantinha-se em vigor o sábio mas ultrapassado Código Comercial de 1888 que, embora complementado por numerosos diplomas parcelares, se revelava perfeitamente desadequado. A evolução sofrida pela economia nacional e internacional em cerca de um século exigia manifestamente a sua actualização.

A necessidade urgente de adaptar a legislação portuguesa às directivas da UE, a que Portugal aceitou ficar vinculado aquando do seu processo de adesão, tornou inadiável a

¹⁶⁰ Como refere o autor citado, tal situação não é única nem excepcional, visto que os credores da empresa em

publicação do CSC, que visava o objectivo fundamental de actualizar o regime dos principais agentes económicos de direito privado – as sociedades comerciais.

O Código Comercial de 1888, elaborado em plena revolução industrial, assentava numa concepção individualista e liberal. Por seu lado, o CSC pretendia reflectir a rica e variada experiência de quase um século, caracterizada por uma profunda revolução tecnológica e informática. Reconhecia-se, dessa forma, o contributo insubstituível da iniciativa económica privada para o progresso, num contexto de concorrência no mercado, e as exigências irrecusáveis da justiça social. Por isso, o Código vinha regular mais pormenorizadamente situações até aí não previstas na lei, pondo termo a inúmeras dúvidas e controvérsias. Definia claramente os direitos e deveres dos sócios, dos administradores e dos membros dos órgãos de fiscalização e reforçava significativamente a protecção dos sócios minoritários e dos credores sociais, entre os quais se incluem nomeadamente os trabalhadores.

Uma vez mais se verificava o alargamento do conceito de *stakeholders* tão importante no âmbito deste estudo. Obviamente que tal facto conduziu a uma crescente responsabilização das organizações e dos seus órgãos societários relativamente àquelas entidades. O Artigo n.º 64º do CSC é disso exemplo claro:

ARTIGO 64º

(Dever de diligência)

Os gerentes, administradores ou directores de uma sociedade devem actuar com a diligência de um gestor criterioso e ordenado, no interesse da sociedade, tendo em conta os interesses dos sócios e dos trabalhadores.

(DECRETO-LEI N.º 262/86, 1998: p..230)

Decorre do texto legal que a organização não deve ser gerida visando unicamente os interesses directos dos seus accionistas, mas os de todos os outros grupos de interesse que gravitam em seu redor.

É esta a realidade dos nossos dias que, por consequência, trouxe para a ribalta a discussão à escala global da problemática da *governance*. Esta aproximação das realidades da

determinadas circunstâncias gozam também de direitos especiais.

gestão organizacional contemporânea tem, evidentemente, contraponto nos mecanismos de fiscalização que efectivam o cumprimento do enquadramento legal onde se insere o CSC. Atente-se que, são muito amplos os poderes e deveres do fiscal único e do conselho fiscal, pois nos termos do Artigo n.º 420º, n.º1, a) do CSC, *compete ao fiscal único ou ao conselho fiscal (...) fiscalizar a administração da sociedade.*

Como muito bem refere *Carvalho*

Esta fiscalização não é apenas meramente formal, e significa uma autêntica tutela de auditoria interna na empresa, de modo a dela se extraírem orientações quanto à possível reorientação da gestão, como se alcança do art. 420º/A, do CSC, ao impor ao revisor oficial de contas comunicar ao Conselho de Administração “os factos de que tenha conhecimento e que considere revelarem graves dificuldades na prossecução do objecto da sociedade..”. Por outro lado, a sua responsabilidade não se esgota nessa comunicação, pois nos termos do mesmo articulado e perante a falta de resposta, deve requerer a convocação de uma assembleia-geral para analisar a situação.

(CARVALHO, 2000: p..XIV)

Atente-se que, por imperativo legal, devem o fiscal único ou os membros do conselho fiscal proceder em conformidade com o disposto no CSC, artigo 422º N.º 1 e) *”Informar, na primeira assembleia que se realize, de todas as irregularidades e inexactidões por eles verificadas, e bem assim, se obtiveram os esclarecimentos de que necessitaram para o desempenho das suas funções”.*

Um dos grandes objectivos é o de assegurar a transparência: face ao mercado, ao Estado e às demais entidades interessadas. Como é conhecido, e de acordo com o preceituado no artigo 406º do CSC, são atribuições do Conselho de Administração:

ARTIGO 406º

(Poderes de gestão)

Compete ao Conselho de Administração deliberar sobre qualquer assunto de administração da sociedade, nomeadamente sobre:

- a) Escolha do seu presidente, sem prejuízo do disposto no Artigo 395º;*
- b) Cooptação de administradores;*
- c) Pedido de convocação de assembleias gerais;*
- d) Relatórios e contas anuais;*
- e) Aquisição, alienação e oneração de bens imóveis;*

- f) Prestação de cauções e garantias pessoais ou reais pela sociedade;
- g) Abertura ou encerramento de estabelecimentos ou de partes importantes destes;
- h) Extensões ou reduções importantes da actividade da sociedade;
- i) Modificações importantes na organização da empresa;
- j) Estabelecimento ou cessação de cooperação duradoura e importante com outras empresas;
- k) Mudança de sede e aumentos de capital, nos termos previstos no contrato de sociedade;
- l) Projectos de fusão, de cisão e de transformação da sociedade;
- m) Qualquer outro assunto sobre o qual algum administrador requeira deliberação do conselho.

(DECRETO-LEI N.º 262/86, 1998: p..346)

Mesmo quando exista delegação de competências ao nível da gestão a transparência não deverá ser olvidada. Atente-se no preceituado no Artigo 407º do CSC:

ARTIGO 407º

(Delegação de poderes de gestão)

1. *A não ser que o contrato de sociedade o proíba, pode o conselho encarregar especialmente algum ou alguns administradores de se ocuparem de certas matérias de administração.*
2. *O encargo especial referido no número anterior não pode abranger as matérias previstas nas alíneas a) a m) do Artigo 406º e não excluir a competência normal dos outros administradores ou do conselho nem a responsabilidade daqueles, nos termos da lei.*
3. *O contrato de sociedade pode autorizar o conselho de administração a delegar num ou mais administradores ou numa comissão executiva, formada por um número ímpar de administradores, a gestão corrente da sociedade.*
4. *A deliberação do conselho deve fixar os limites da delegação, na qual não podem ser incluídas as matérias previstas nas alíneas a) a d), f), l) e m) do Artigo 406º e, no caso de criar uma comissão, deve estabelecer a composição e o modo de funcionamento desta.*
5. *A delegação prevista nos n.ºs. 3 e 4 não exclui a competência do conselho para tomar resoluções sobre os mesmos assuntos; ou outros administradores são responsáveis, nos termos da lei, pela vigilância geral da actuação do administrador ou administradores delegados ou da comissão executiva e, bem assim, pelos prejuízos causados por actos ou omissões destes, quando, tendo conhecimento de tais actos ou omissões ou do propósito de os praticar, não provoquem a intervenção do conselho para tomar as medidas adequadas*¹⁶¹.

(DECRETO-LEI N.º 262/86, 1998: pp..346-347)

¹⁶¹ Sublinhado nosso.

É neste contexto que devem ser consideradas as crescentes necessidades de informação financeira, mas sobretudo de natureza não financeira, e respectivos mecanismos de divulgação, designadamente, a criação de gabinetes de apoio aos investidores, a divulgação da repartição de competências entre os vários órgãos, a referência às funções efectivamente desempenhadas por cada um dos membros do órgão de gestão, etc..

Como se pode constatar, a legislação mais recente aponta já numa perspectiva mais abrangente ao nível da gestão, e que os fenómenos originados pela globalização, pela integração dos mercados financeiros e de capitais, e o desenvolvimento económico europeu e mundial, vieram confirmar.

2.3 O NOVO CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)

Em 13 de Novembro de 1999, foi publicado o Decreto-Lei n.º 486/99, o qual aprovou o CVM, que viria a ser aplicável a partir de Março de 2000, vindo validar, no fundo, o entendimento mais alargado ao nível da gestão.

O código anterior, o Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991, era, sem qualquer espécie de dúvida, um texto inovador e muito meritório, que transpôs para o normativo interno alguns institutos dos valores mobiliários até então desconhecidos ou escassamente regulados. Assim, verificava-se haver *uma atitude de desconfiança sistemática em relação às restantes leis, incluindo os códigos tradicionais que poderiam servir de meios de enquadramento e de complemento da nova legislação. Daí a sua complexidade estrutural e o seu estilo tão pedagógico na intenção quanto labiríntico e esotérico no resultado. A razão imediata do seu êxito terá sido igualmente a causa mediata da sua inadaptação* (ALMEIDA, 2000: p. 21).

O novo texto legal visa essencialmente simplificar, flexibilizar modernizar e facilitar a internacionalização. Por tal razão, e em contraste com o código anterior, tem uma atitude de confiança na possibilidade de relação harmoniosa quer com outra legislação vigente no País, quer com outras normas reconhecidas pelo sistema jurídico do Estado Português que regulem matérias afins ou complementares.

O novo CVM não se limita a ser somente um corpo principal de normas legais de direito mobiliário português, já que, não raras vezes, remete para outras normas, com origem e natureza diversas, que têm aplicabilidade nas relações jurídicas mobiliárias. Como refere *Almeida* (2000), essa rede de normas podem separar-se em dois círculos clara e precisamente separados pelo próprio CVM.

O círculo interno é constituído por regulamentos estaduais, recomendações e pareceres genéricos da CMVM e por actos de auto-regulação. Todos esses actos têm como fonte de habilitação o próprio Código. Estão portanto em posição subordinada e em plano hierárquico inferior ao Código, tanto na legitimação como no conteúdo.

Acerca deste conjunto normativo, pode ler-se no n.º 4 do Preâmbulo:

“Na medida do razoável, deixou-se a concretização da lei para regras de outra natureza, de acordo com um critério de desgradação normativa que concede espaço, por um lado, aos regulamentos administrativos, em particular, da CMVM, e, por outro, a uma moderada auto-regulação por outras entidades que actuam no mercado”.

O círculo externo é composto por normas legais ou de natureza similar (portuguesas, estrangeiras, comunitárias e internacionais) para as quais o Código remete explícita ou implicitamente. Dispondo de fonte de legitimação própria, tais normas estão em plano de paridade ou mesmo de superioridade hierárquica em relação ao Código, que com elas estabelece nexos de coordenação ou de conformidade.

(ALMEIDA, 2000: pp.21 a 22)

Assim, o CVM constitui, como resulta da leitura do seu Artigo 2º n.º1, um núcleo do sistema de fontes de direito aplicáveis aos valores mobiliários e ao respectivo regime de supervisão e sancionatório.

O referido sistema de fontes é plural e diversificado quanto à origem e à natureza. Justapõem-se, neste âmbito, fontes estaduais e fontes privadas, podendo umas e outras ser de proveniência nacional ou internacional:

... o conjunto do que se vem designando por Direito Mobiliário ou Direito dos Valores Mobiliários é composto por normas que, segundo a distribuição clássica das disciplinas jurídicas, se apresentam com conteúdos heterogéneos: normas de direito privado e de

direito público ou, em enunciação mais analítica, normas de direito comercial, de direito civil, de direito internacional privado, de direito processual civil, de direito administrativo, de direito fiscal, de direito penal, de direito processual penal, para já não referir categorias menos clássicas como o direito económico, o direito societário, o direito bancário, o direito corporativo, o direito disciplinar e o direito contra-ordenacional.

O resultado não redundando (ou não deve redundar) em “pluralismo jurídico” no sentido de pluralidade de normas concorrentes no mesmo espaço sem critério determinante daquela que é aplicável em cada caso.

(ALMEIDA, 2000: p. 46)

Porém, o CVM, sendo a principal fonte do sistema, determina a solução específica e, na maioria dos casos, quase completa de algumas questões em que o potencial concurso de normas poderia suscitar maiores dificuldades, assegurando dessa forma a unidade do sistema de fontes. Este efeito é reforçado pela adopção frequente de conceitos, ora inovadores ora bebidos do Código anterior que, comparativamente com o direito comum, são próprios e relativamente autónomos.

Refira-se, finalmente, que as aludidas relações de subordinação hierárquica e de coordenação entre normas formalmente colocadas ao mesmo nível que inspiraram a estrutura do CVM e os seus preceitos, por certo, concorreram para a coerente harmonia entre as diferentes fontes de direito envolvidas. As recentes recomendações da CMVM sobre o “governo das sociedades” cotadas, alinha por este mesmo diapasão.

3. AS RECOMENDAÇÕES DA CMVM SOBRE O “GOVERNO DAS SOCIEDADES” COTADAS

Como se reconhece, em Portugal, à CMVM são legalmente atribuídas as funções de regulamentar, supervisionar, fiscalizar e promover os mercados dos valores mobiliários. Sendo o principal mecanismo de intervenção estatal ao nível do sistema financeiro, essa intervenção caracteriza-se pela sua independência, sem prejuízo da tutela a que se encontra subordinada relativamente ao controlo das suas deliberações: a lei e as decisões dos tribunais.

A missão desta instituição é a de *contribuir para assegurar a protecção dos investidores, promovendo a eficiência, a equidade, a segurança e a transparência do mercado de valores mobiliários* (AAVV, 1999-2: p.264).

O desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários tem conduzido a uma intensa reflexão sobre a estrutura e o controlo das organizações abertas ao investimento público. Não sendo nova, esta problemática é genericamente rotulada como relativa ao “governo das sociedades” - *corporate governance* - tendo conhecido uma difusão em todos os mercados internacionais, por respeitar à questão universal do aperfeiçoamento dos mecanismos de tutela dos investidores.

Porém, esta abordagem da CMVM sobre a *corporate governance*, tendo por base os Princípios da OCDE sobre o tema, não se afasta muito da perspectiva proposta por esta. Efectivamente, nas suas recomendações, a CMVM, refere que a sua análise sobre o “governo das sociedades” *não procura impor modelos rígidos e uniformes. O seu objectivo é antes o de procurar contribuir para a optimização do desempenho das sociedades e favorecer todas as pessoas cujos interesses estão envolvidos na actividade societária - investidores, credores e trabalhadores.*

Nessa medida, a *corporate governance* dá corpo às duas vertentes focadas no capítulo anterior: a interna, englobando o conjunto das regras organizativas dentro de cada organização cotada, e a externa, que se reporta à avaliação sobre o desempenho das organizações que é feito através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado, em que a actuação dos investidores institucionais apresenta importância capital.

Por seu lado, a internacionalização das organizações conduz, fatalmente, a que seja importante nivelar parâmetros de segurança e de organização dos agentes dos mercados. Nessa ordem de ideias, a CMVM, convicta de que o sistema jurídico nacional se encontra já suficientemente apetrechado com soluções que, sem empregarem esta designação, já dão resposta aos problemas ligados a esta temática, veio, através da apresentação de um conjunto de recomendações, transpor para o contexto nacional a reflexão relativa à *corporate governance*.

Consciente da nossa pequena dimensão, a CMVM visou, com estas recomendações, antes de mais, iniciar uma reflexão crítica sobre a matéria. Previstas para serem aplicadas nas organizações cotadas, as recomendações pretendem apresentar-se não só como o denominador mínimo sobre a questão, mas também como um leque de indicações adaptadas ao contexto jurídico e de mercado em Portugal. Porém, pese o facto do problema central ter a ver com as organizações com acções cotadas e com os investidores institucionais, as recomendações podem, naturalmente, ser também adoptadas por organizações não cotadas. Será isso mesmo um desiderato a alcançar.

A CMVM deixa em aberto possíveis rectificações e ajustamentos a estas recomendações, fruto da avaliação que o mercado fizer deste seu primeiro esforço, referindo, na respectiva nota introdutória, que se pretende que as mesmas *sejam entendidas como recomendações de e para o mercado. Assim, este é um documento aberto a apreciações e sugestões e, como tal, sujeito a revisões e a aditamentos.*

Em suma, à semelhança da prática seguida em outros mercados, recomenda-se que as organizações com títulos cotados e os investidores institucionais incluam uma menção no seu relatório anual de gestão, que seja relativa à adopção ou grau de adopção das citadas recomendações com a respectiva fundamentação.

Na senda dos Princípios da OCDE também este documento da CMVM abrange as seguintes questões:

- Divulgação de informação;
- Exercício do direito de voto e representação de accionistas;
- Investidores institucionais;
- Regras societárias; e
- Estrutura e funcionamento do órgão de administração.

De seguida, faz-se a análise pormenorizada de cada uma das recomendações.

3.1 DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO

Um regime forte de divulgação de informação é uma característica fundamental da supervisão das organizações pelos mercados e é primordial para que os accionistas possam exercer os seus direitos de voto. A experiência dos países com mercados bolsistas de grande liquidez e dimensão demonstra que a divulgação da informação pode ser uma poderosa ferramenta de influência sobre o comportamento das organizações cotadas e de protecção dos investidores. Um regime exigente de divulgação de informação estimula a afluência de novos investimentos e assegura a confiança nos mercados de capitais.

Os accionistas e os investidores potenciais necessitam de informação regular, fiável e comparável, suficientemente detalhada para avaliar a gestão e para a tomada de decisões sustentadas acerca da evolução da organização, da participação accionista e do exercício do direito de voto. Uma informação insuficiente ou confusa pode criar entraves à capacidade de funcionamento dos mercados, aumentar o custo do capital e, dessa forma, implicar uma má afectação dos recursos.

As sete primeiras recomendações da CMVM procuram abranger preocupações relacionadas com a divulgação de informação: informação financeira, mas, sobretudo, informação não-financeira, visando, essencialmente, reforçar, de acordo com os princípios de boas práticas, a transparência sobre todos os aspectos na gestão das organizações.

1. Deve ser divulgada informação relativa à repartição de competências entre os vários órgãos e departamentos ou divisões da sociedade no quadro do processo de decisão empresarial, nomeadamente através de organigramas ou mapas funcionais.

A complexidade dos processos de decisão ao nível da organização implicam que não baste a divulgação formal e institucionalizada da distribuição de competências entre os diversos órgãos de decisão numa organização. Assim, deve ser divulgada informação relativa à repartição de competências, ainda que de forma sintética, sobre procedimentos especiais de decisão designadamente no que diz respeito a opções estratégicas da empresa.

2. Deve ser divulgada informação sobre as funções efectivamente desempenhadas por cada um dos membros do órgão de administração e directores da sociedade bem como sobre os cargos que os mesmos desempenham em outras sociedades.

Aqui procuram-se prevenir situações em que possam surgir conflitos de interesses entre o membro do órgão de administração ou do elemento que desempenhe funções de direcção e a esfera da organização em causa.

A legislação portuguesa, em sede de CSC, já era sensível a esta questão, nomeadamente nos artigos 398º e 428º¹⁶², visando-se, com esta recomendação, reforçar, à luz dos princípios da boa prática e uma vez mais, a transparência na gestão das organizações.

3. Deve ser efectuada e divulgada, pelo menos anualmente, uma descrição do comportamento bolsista das acções.

Os investidores deverão poder formular um juízo consciente relativamente ao comportamento bolsista da organização. Por isso, recomenda-se ao órgão de administração a apresentação de uma descrição, ainda que breve, da evolução da cotação das acções da organização, tendo em conta os factos relevantes relacionados, designadamente as emissões de acções ou de outros valores mobiliários que dêem direito à subscrição ou aquisição de acções, o anúncio de resultados e o pagamento de dividendos efectuado por categoria de acções com indicação do valor líquido por acção.

4. Deve ser divulgada informação ao público sobre a política de distribuição de dividendos correntemente adoptada pela sociedade.

Entre os direitos dos accionistas avulta o direito aos dividendos. Legalmente não é directamente imposta qualquer quantificação desse direito¹⁶³, pelo que a determinação

¹⁶² Os referidos artigos regulam o exercício de outras actividades por parte de administradores e directores, respectivamente, sujeitando a possibilidade desse exercício à autorização da Assembleia-Geral ou do Conselho-Geral, consoante os casos. A recomendação da CMVM visa dar conhecimento público dos referidos exercícios de actividades paralelas e respectivas autorizações.

¹⁶³ Como decorre do Artigo n.º 294º n.º1 do CSC, a lei apenas se limita a exigir que a distribuição de menos de

da percentagem do lucro que, em concreto, é distribuído constitui também uma manifestação da autonomia societária. Por conseguinte, para o esclarecimento da decisão de investimento accionista, deve ser divulgada informação ao público sobre a política de distribuição de dividendos correntemente adoptada pela organização, independentemente dos eventuais alertas para o facto de que, em alguns casos, esta possa vir a ser corrigida em face da conjuntura concreta que a organização enfrenta no momento da decisão relativa à aplicação do lucro distribuível.

Não se deve olvidar que, apesar de a organização apresentar resultados positivos, a decisão de distribuir ou não dividendos permanece na esfera de competências do órgão de gestão. Ora, por esse facto, é fundamental para o mercado e para os investidores conhecerem o sentido do pensamento daquele órgão.

5. Os acordos parassociais relativos ao exercício de direitos sociais ou relativos à transmissibilidade de acções, quando relevantes para a organização das sociedades, devem ser comunicados ao público.

No sentido de assegurar a transparência do mercado, os acordos parassociais relativos à transmissibilidade de acções, quando relevantes para a organização, devem ser do conhecimento público.

A divulgação da existência de acordos parassociais¹⁶⁴ insere-se numa política de divulgação mais alargada, fomentadora de maior responsabilidade e transparência, anulando as assimetrias da necessidade de informação entre accionistas ou mesmo da sua eventual classificação como “*segredo do negócio*”.

Como refere a CMVM nas suas recomendações, *em todo o espaço financeiro europeu, o apuramento da situação de controlo obriga a ter em conta, não apenas a participação social, mas também os acordos parassociais celebrados em relação a direitos sociais. Os acordos parassociais relativos às sociedades abertas ao*

metade do lucro distribuível seja precedida de uma previsão nos estatutos ou de uma deliberação por uma maioria especialmente qualificada.

¹⁶⁴ Agora obrigatória por força do preceituado no Artigo 8º n.º 2 do Decreto-Lei n.º 486/99.

investimento do público devem por isso, de acordo com a transparência do mercado, ser objecto de divulgação na parte em que denotem alcance organizativo – exigência, aliás, consagrada expressamente através do novo Código dos Valores Mobiliários¹⁶⁵.

A CMVM considera como acordos parassociais com reflexos organizativos na sociedade os sindicatos de voto e os acordos parassociais de defesa contra OPAs.

Certamente que, esta política de abertura proactiva facultará um exercício mais activo do direito de voto e assegurará, de forma mais efectiva, o exercício de expressão da declaração de voto, a sua inclusão nas actas e a sua publicação pelos mesmos meios de informação genéricos para informação de accionistas e investidores. *Esta sujeição a uma prestação de contas é particularmente importante quando respeite a investidores institucionais, especialmente no caso em que estes sejam titulares de valores mobiliários cuja gestão lhes foi confiada por terceiros* (CARVALHO, 2000: p. XV).

6. Encoraja-se a utilização das novas tecnologias de informação quanto à divulgação de informação financeira e dos documentos preparatórios das reuniões das Assembleias-gerais.

Perante a globalização dos mercados é imperioso adaptar as organizações cotadas ao novo contexto ambiental em que as mesmas actuam. A utilização das novas tecnologias de informação, de que a *internet* é um exemplo, podem constituir um precioso auxiliar na divulgação da informação, financeira e não financeira, e dos documentos preparatórios das reuniões das Assembleias-gerais, visando essencialmente a racionalização de custos e do tempo envolvidos.

¹⁶⁵ Veja-se a este respeito o Artigo 19º do CVM

ARTIGO 19º
(Acordos Parassociais)

1. Os acordos parassociais que visem adquirir, manter ou reforçar um participação qualificada em sociedade aberta ou assegurar ou frustrar o êxito de oferta pública de aquisição devem ser comunicados à CMVM por qualquer dos contraentes no prazo de três dias após a sua celebração.
2. A CMVM determina a publicação, integral ou parcial, do acordo, na medida em que este seja relevante para o domínio sobre a sociedade.
3. São anuláveis as deliberações sociais tomadas com base em votos expressos em execução dos acordos não comunicados ou não publicados nos termos dos números anteriores, salvo se se provar que a deliberação teria sido adoptada sem aqueles votos.

7. A sociedade deve assegurar a existência de um permanente contacto com o mercado, respeitando o princípio da igualdade dos accionistas e prevenindo as assimetrias no acesso à informação por parte dos investidores. Para tal aconselha-se a criação de um gabinete de apoio ao investidor.

A CMVM incentiva o estabelecimento de um gabinete de apoio ao investidor, que permita a centralização de todas as questões formuladas pelos investidores e dos necessários esclarecimentos que lhes forem conferidos com a difusão dessa informação ao mercado, nos casos em que tal se mostre conveniente. Embora reconhecendo ser *já prática corrente no nosso mercado de capitais* recomenda-se agora, de forma mais efectiva, a sua criação, uma vez mais, em nome da clareza e da transparência.

3.2 EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO E REPRESENTAÇÃO DE ACCIONISTAS

Os accionistas são detentores de certos direitos ligados à titularidade de acções. Como se sabe, uma acção pode ser adquirida, vendida ou trocada. A titularidade de uma acção atribui igualmente ao investidor o direito de participação nos lucros da organização, havendo uma responsabilidade limitada ao montante investido. Este estatuto dá ainda o direito à informação sobre a organização e o direito de influência, basicamente através da participação em reuniões de Assembleia-geral e do exercício do direito de voto.

No entanto, na prática, a organização não pode ser gerida por um referendo de accionistas. O corpo de accionistas é constituído por indivíduos e por instituições cujos interesses, objectivos, horizontes temporais de investimento e capacidades são díspares. Além disso, a gestão da organização deve estar preparada para tomar decisões rapidamente. Face a esta realidade e à complexidade da gestão da actividade das organizações, em mercados em constante mutação, não se espera que os accionistas assumam responsabilidades pela sua gestão. A responsabilidade pela estratégia e pelas operações da organização é tradicionalmente colocada nas mãos do órgão de administração e da equipa de gestão seleccionada, a qual deve ser motivada e, quando necessário, substituída pelo órgão de administração.

O direito dos accionistas influenciarem a organização assenta em questões essenciais, como a selecção de membros da administração ou outros meios de influência na composição da administração, alterações aos estatutos sociais, aprovação de transacções extraordinárias e outros aspectos tal como especificados no direito societário ou nos estatutos internos da organização. Para isso, o direito de voto e a representação accionista apresenta, neste âmbito, importância capital.

As duas recomendações que se seguem atestam a preocupação do nosso mercado em geral e da CMVM em particular relativamente a esses aspectos.

8. Deve ser estimulado o exercício activo do direito de voto, quer directamente, nomeadamente por correspondência, quer por representação.

Os accionistas devem ter oportunidade de participar efectivamente e de votar na Assembleia-geral e devem ser informados das regras, incluindo os procedimentos de votação que as orientam.

De forma a alargar a possibilidade de participação dos investidores nas Assembleias, algumas organizações têm permitido a inclusão de assuntos na ordem de trabalhos, por parte dos accionistas, simplificando o processo de preenchimento de alterações às propostas apresentadas e de deliberações. A possibilidade dos accionistas colocarem questões prévias e de obterem respostas da gestão e dos membros do órgão de administração deverá ser incentivada. Porém, as organizações devem ser responsáveis por garantir que não ocorreram exageros ao nível da introdução de pontos na ordem de trabalhos. Aceita-se como razoável que as propostas de deliberação que forem introduzidas na ordem de trabalhos tenham de ser apoiadas pelos accionistas que detenham determinado nível de participação.

Outro aspecto importante prende-se com a promoção do exercício do direito de voto através da representação dos accionistas. Entre nós, o CSC relativamente ao exercício do direito de voto deixa margem a que as organizações, nos respectivos estatutos, consagrem medidas para estimular o exercício desse direito tendentes a combater o frequente absentismo dos accionistas nas reuniões da Assembleia-geral.

O grande objectivo é o de aumentar a participação dos accionistas, e daí que se considere favoravelmente o recurso alargado à tecnologia no processo de voto, nomeadamente o voto por via telefónica ou o voto electrónico. Também a proliferação da importância dos accionistas estrangeiros implica um maior esforço, por parte da organização, na promoção da participação destes através de métodos que façam uso das modernas tecnologias. Por uma questão de transparência, os procedimentos que envolvam as reuniões devem assegurar que os votos são adequadamente contados e registados e que é garantido o anúncio atempado do resultado.

É igualmente essa a filosofia do novo CVM, *o qual veio confirmar o princípio da admissibilidade de voto por correspondência em Assembleias-gerais das sociedades abertas e desenvolver o regime de representação de accionistas, através de solicitação de procuração, em sinal de um avanço legislativo que deve ser acompanhado pela prática societária*¹⁶⁶.

9. Os princípios da boa prática e da transparência que devem enformar o governo das sociedades aconselham a que se promova um aperfeiçoamento dos procedimentos conexos com os pedidos de representação para votar em Assembleia-geral. Designadamente, é fundamental não só que o accionista disponha da informação necessária para uma correcta decisão no que toca à estipulação das instruções de sentido de voto, mas também que seja explicitada a fundamentação do sentido de voto do representante, sobretudo em casos de inexistência de instruções do representado.

¹⁶⁶ Atente-se no preceituado pelo artigo 22º do CVM:

ARTIGO 22º

(Voto por correspondência)

1. *Nas Assembleias-Gerais das sociedades abertas, o direito de voto sobre matérias que constem da convocatória pode ser exercido por correspondência.*
2. *O disposto no número anterior pode ser afastado pelos estatutos da sociedade, salvo quanto à alteração destes e à eleição de titulares dos órgãos sociais.*
3. *Para efeitos do n.º 1, a convocatória da Assembleia Geral deve incluir:*
 - a) *Indicação de que o direito de voto pode ser exercido por correspondência;*
 - b) *Descrição do modo por que se processa o voto por correspondência, incluindo o endereço e o prazo para a recepção das declarações de voto.*
4. *A sociedade deve verificar a autenticidade do voto e assegurar, até ao momento da votação, a sua confidencialidade.*

Neste sentido, tanto o CSC, através do seu artigo 381º, como o CVM, pelo preceituado no artigo 23º, acautelam a posição do accionista representado em Assembleia-geral, em situações de solicitação de representação, a um número de accionistas superior a cinco. Porém, tanto nessas situações como em todas as outras de exercício do direito de voto por representação, justifica-se uma preocupação acrescida em garantir a disponibilização de informação adequada ao accionista representado, como decorre da leitura do n.º 3 do referido Artigo do CVM¹⁶⁷, sobretudo em casos de decisões de excepcional importância para a vida da organização ou de fronteira face a eventuais conflitos de interesses¹⁶⁸, com o intuito de permitir que o mesmo tome, de forma esclarecida, a decisão quanto ao seu sentido de voto. Assume igualmente especial relevância que o representante transmita ao accionista representado os motivos que fundamentam o seu sentido de voto, na ausência de instruções deste.

3.3 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Consideram-se investidores institucionais, como decorre do n.º 1 de Artigo 30º do CVM, *as instituições de crédito, as empresas de investimento, as instituições de investimento colectivo e respectivas sociedades gestoras, as empresas seguradoras e as sociedades gestoras de fundos de pensões.*

Relativamente a estes investidores, a CMVM teve em consideração a acentuação do carácter autónomo do papel por eles desempenhado, designadamente pelas sociedades gestoras de fundos de investimento, sociedades gestoras de fundos de pensões e sociedades gestoras de patrimónios. Assim:

10. 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 encontra confiada, nomeadamente quanto aos direitos de informação e de voto.

¹⁶⁷ O solicitante deve prestar aos titulares do direito de voto toda a informação para o efeito relevante que por eles lhe seja pedida.

¹⁶⁸ Não se pode deixar de referir as situações de *inside trading* ou de abusos de informação privilegiada. A CMVM alerta para a necessidade de se prevenirem situações de conflito de interesses entre os membros do órgão de administração e a organização e, logicamente, também perante os seus accionistas, especialmente os minoritários.

Verifica-se que a actuação diligente dos investidores institucionais na gestão dos direitos inerentes aos valores mobiliários sob sua administração, aliás obrigatória por lei, contribui positivamente para o desempenho das organizações cotadas. Daí que, neste contexto, seja sublinhada a importância da utilização diligente, eficiente e crítica dos direitos sociais inerentes aos valores mobiliários cuja gestão lhes esteja confiada.

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.

O mercado deverá poder avaliar com facilidade a atitude dos investidores institucionais perante o governo das organizações cotadas. Neste aspecto, destaca-se com particular relevância o caso das sociedades gestoras de fundos de investimento, cuja utilização dos direitos inerentes aos valores mobiliários que compõem o património do fundo deve ser transparente em relação a todos os participantes do fundo.

3.4 REGRAS SOCIETÁRIAS

As regras societárias devem assegurar uma questão fundamental: a confiança dos investidores relativamente à correcta utilização dos fundos que investem em organizações é respeitada por parte dos gestores, pelos membros dos órgãos de administração ou por accionistas dominantes. Estas entidades podem enveredar por actividades que tenham em consideração apenas os seus próprios interesses à custa dos investidores que não tenham poder de controlo. Então, a meta a atingir será o tratamento equitativo dos accionistas. Tal situação, conduzirá, por certo, à eventual eliminação, ou pelo menos à minimização, de conflitos de interesse que concertiza sempre existirão em maior ou menor grau.

12. É recomendável o estabelecimento, ao nível da organização interna da sociedade, de regras específicas vocacionadas para regularem situações de conflito de interesses entre os membros do órgão de administração e a sociedade, bem como as principais obrigações resultantes dos deveres de diligência, lealdade e confidencialidade dos membros do órgão de administração, nomeadamente no que toca à prevenção da utilização indevida de oportunidades negociais e de bens societários.

Os princípios de boas práticas, que se desejam de aplicação universal a qualquer organização societária, deverão ser aplicados de forma efectiva na vida das organizações, embora atendendo a determinadas especificidades, entre as quais, a dimensão da empresa, o tecido accionista e a experiência de gestão da organização. De facto, já o CSC, designadamente, através dos seus artigos 397^{o169}, 398^{o170}, 410^o, n.º 6¹⁷¹, 428^{o172} e 437^{o173}, trata estas questões. No entanto, pretende-se com esta recomendação incentivar o aparecimento ou aperfeiçoamento de códigos de conduta e regulamentos internos que respeitem a matérias sensíveis como: o conflito de interesses, o sigilo profissional ou a diligência na condução da vida da organização. Os procedimentos internos de controlo, além de poderem ter um impacto relevante ao nível da eficiência empresarial, surgem como meios privilegiados para a garantir um governo societário transparente.

13. As medidas que sejam adoptadas para impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição devem respeitar os interesses da sociedade e dos seus accionistas. Consideram-se nomeadamente contrárias a estes interesses as cláusulas defensivas que têm por efeito provocar automaticamente uma erosão no património da sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração, prejudicando dessa forma a livre transmissibilidade das acções e a livre apreciação pelos accionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração.

Em alguns países as organizações utilizam medidas defensivas contra OPAs. Porém, tanto os investidores como os mercados bolsistas têm expressado apreensão relativamente ao facto dos mecanismos anti-OPA se poderem tornar em impedimentos ao funcionamento do mercado de controlo accionista. Atente-se que, em muitos casos,

¹⁶⁹ Relativo à regulamentação dos negócios dos administradores com a sociedade.

¹⁷⁰ Conforme visto anteriormente relativo ao exercício de outras actividades por parte dos administradores.

¹⁷¹ Relativo à regulamentação das reuniões e deliberações do Conselho. Atente-se que *O administrador não pode votar sobre assuntos em que tenha, por conta própria ou de terceiro, um interesse em conflito com o da sociedade; em caso de conflito, o administrador deve informar o presidente sobre ele.*

¹⁷² Relativo ao exercício de outras actividades por parte dos directores, quando a organização adopte o sistema dualista ou germânico de administração, isto é Conselho Geral e Direcção.

¹⁷³ Relativo às incompatibilidades entre as funções de director e de membro do Conselho Geral.

as defesas anti-OPA podem simplesmente funcionar como formas de ilibar a gestão relativamente ao acompanhamento e à fiscalização dos accionistas. Ora, de acordo com esta recomendação, tais medidas são desaconselhadas caso firam os direitos e as expectativas dos accionistas e do mercado em geral. Serão de evitar, por isso, quaisquer medidas anti-OPA que acabem por ser lesivas dos interesses dos accionistas e da organização.

3.5 ESTRUTURA E FUNCIONAMENTO DO ÓRGÃO DE ADMINISTRAÇÃO

A estrutura e funcionamento do órgão de administração varia de país para país. Alguns países têm administrações bicéfalas, separando, como tal, as funções de fiscalização e de gestão. Estes sistemas têm tipicamente um Conselho Geral composto por membros não executivos do órgão de administração e uma direcção composta integralmente por administradores executivos. Outros países têm administrações unitárias que contêm, simultaneamente, membros executivos e não executivos. Em Portugal, como se pode inferir da leitura do artigo 278º do CSC¹⁷⁴, é possível existirem indistintamente as duas hipóteses.

Além de definir a estratégia da organização, o órgão de administração é principalmente responsável pelo controlo do desempenho da gestão e pela obtenção do rendimento adequado para os accionistas, prevenindo conflitos de interesses e arbitrando pretensões concorrentes sobre a organização. Para que os membros dos órgãos de administração possam desempenhar as suas funções devem ser independentes dos gestores. Outra importante função do órgão de administração é a de criar sistemas visando assegurar que a organização cumpre a legislação aplicável, incluindo as fiscais, de concorrência, laborais, do ambiente, de não discriminação, de saúde e segurança. Em acréscimo, os órgãos de administração devem dar a devida atenção,

174

ARTIGO 278º

(Estrutura da administração e da fiscalização)

1. A administração e a fiscalização da sociedade podem ser estruturadas segundo uma de duas modalidades:

a) Conselho de administração e conselho fiscal;

b) Direcção, conselho fiscal e revisor oficial de contas.

2. Nos casos previstos na lei, em vez de conselho de administração ou de direcção poderá haver um só administrador ou director e em vez de conselho fiscal poderá haver um fiscal único.

3. Em qualquer momento pode o contrato ser alterado para a adopção de outra estrutura admitida pelos números anteriores.

e actuar equitativamente nesse sentido, a outros interesses envolvidos na empresa, incluindo os dos trabalhadores, credores, clientes, fornecedores e comunidades locais. Neste âmbito, é importante a observância de padrões ambientais e sociais. É neste sentido que a CMVM definiu as quatro recomendações que se seguem.

14. O órgão de administração deve ser composto por uma pluralidade de membros que exerçam uma orientação efectiva em relação à gestão da sociedade, aos seus directores e gestores.

A variedade de estruturas e práticas do órgão de administração implica diferentes abordagens relativamente ao número de membros do órgão de administração, ao seu grau de independência e às suas competências¹⁷⁵. Contudo, o que é de facto importante é que o órgão de administração exerça um controlo efectivo na orientação da vida

¹⁷⁵ A este respeito, como aqui se sublinha, o CSC preceitua o seguinte:

ARTIGO 390º

(Composição do Conselho de Administração)

1. O conselho de administração é composto por um número ímpar de membros, fixado no contrato de sociedade.
2. O contrato de sociedade pode dispor que a sociedade tenha um só administrador, desde que o capital social não exceda 200 000 euros; aplicam-se ao administrador único as disposições relativas ao conselho de administração que não pressuponham a pluralidade de administradores.
3. Os administradores podem não ser accionistas, mas devem ser pessoas singulares com capacidade jurídica plena.
4. Se uma pessoa colectiva for designada administrador, deve nomear uma pessoa singular para exercer o cargo em nome próprio; a pessoa colectiva responde solidariamente com a pessoa designada pelos actos desta.
5. O contrato de sociedade pode autorizar a eleição de administradores suplentes, até número igual a um terço do número de administradores efectivos.

ARTIGO 424º

(Composição da direcção)

1. A direcção, a que se refere a alínea b) do n.º 1 do artigo 278º, é composta por um número ímpar de directores, no máximo de cinco.
2. O contrato de sociedade deve fixar o número de directores, mas a sociedade só pode ter um único director quando o seu capital não exceda 200 000 euros.

ARTIGO 434º

(Composição do conselho geral)

1. O conselho geral, a que se refere a alínea b) do n.º 1 do artigo 278º, é composto por um número ímpar de membros, a fixar no contrato de sociedade, mas sempre superior ao número de directores e não superior a quinze.
2. Os membros do conselho geral devem ser accionistas titulares de acções nominativas ou ao portador registadas ou depositadas, em número fixado no contrato de sociedade, não inferior ao necessário para conferir um voto na assembleia geral; a alienação das acções importa a cessação de funções.
3. Aplica-se o disposto na segunda parte do n.º 3 e nos n.ºs 4 e 5 do artigo 390º.

societária, reservando para si as decisões referentes às matérias relevantes. Para a prossecução desse fim deve, designadamente, reunir regularmente, estar a todo o tempo devidamente informado e assegurar a supervisão sobre a gestão da sociedade.

De referir que, a dimensão do órgão de administração, demasiadamente grande ou manifestamente pequena, atendendo às características e especificidades da organização, pode apresentar vantagens e inconvenientes: um número excessivo de membros pode dificultar a coesão esperada e o contributo de cada um deles na discussão e nas tomadas de decisão, enquanto que um número reduzido pode pôr em causa a independência e estar na génese de situações de conluio entre os membros do órgão. A eficiência das reuniões do órgão de administração depende muito da diversidade de opiniões e da vitalidade do processo deliberativo. Para isso, é conveniente que todos os membros estejam presentes ou se façam representar, participem nas discussões e utilizem um juízo independente nas suas tomadas de posição.

15. Encoraja-se a inclusão no órgão de administração de um ou mais membros independentes em relação aos accionistas dominantes, por forma a maximizar a prossecução dos interesses da sociedade.

O grau de independência do órgão de administração pressupõe geralmente que um número suficiente de membros do referido órgão não sejam trabalhadores da organização, nem estejam intimamente ligados com ela ou com a sua gestão através de significativos laços económicos, familiares ou outros. Tal facto não constitui, como é óbvio, impedimento para que os accionistas possam ser membros do órgão de administração. Assim, este órgão deve ser constituído de forma a que na gestão da organização não sejam somente considerados os interesses dos grupos de accionistas maioritários ou mais influentes.

Os membros independentes podem contribuir significativamente para o processo de formação de decisões do órgão de administração, bem como para o desenvolvimento da estratégia a adoptar, em prol da prossecução dos interesses da

organização, carreando uma perspectiva objectiva para a avaliação do desempenho do próprio órgão a que pertencem e dos gestores.

16. Se for criada uma Comissão Executiva, a respectiva composição deve reflectir, na medida do possível, o equilíbrio existente no órgão de administração entre os administradores ligados a accionistas dominantes e os administradores independentes. À luz do princípio da transparência, o órgão de administração deve estar, a todo o tempo, devidamente informado sobre as matérias em apreciação e decisões tomadas pela Comissão Executiva.

A questão da Comissão Executiva já se encontrava legalmente regulada, no Artigo 407º do CSC.

(Delegação de poderes de gestão)

- 1. A não ser que o contrato de sociedade o proíba, pode o conselho encarregar especialmente algum ou alguns administradores de se ocuparem de certas matérias de administração.*
- 2. O encargo especial referido no número anterior não pode abranger as matérias previstas nas alíneas a) a m) do Artigo 406º e não excluir a competência normal dos outros administradores ou do conselho nem a responsabilidade daqueles, nos termos da lei.*
- 3. O contrato de sociedade pode autorizar o conselho de administração a delegar num ou mais administradores ou numa comissão executiva, formada por um número ímpar de administradores, a gestão corrente da sociedade.*
- 4. A deliberação do conselho deve fixar os limites da delegação, na qual não podem ser incluídas as matérias previstas nas alíneas a) a d), f), l) e m) do Artigo 406º e, no caso de criar uma comissão, deve estabelecer a composição e o modo de funcionamento desta.*
- 5. A delegação prevista nos n.ºs. 3 e 4 não exclui a competência do conselho para tomar resoluções sobre os mesmos assuntos; ou outros administradores são responsáveis, nos termos da lei, pela vigilância geral da actuação do administrador ou administradores delegados ou da comissão executiva e, bem assim, pelos prejuízos causados por actos ou omissões destes, quando, tendo conhecimento de tais actos ou omissões ou do propósito de os praticar, não provoquem a intervenção do conselho para tomar as medidas adequadas.*

(DECRETO-LEI 262/86, 1998: pp. 346 a 347)

Ora, da leitura do articulado resulta que é da competência do órgão de administração a tomada de deliberações sobre as matérias delegadas na Comissão

Executiva bem como a sua responsabilidade pela vigilância na actuação desta Comissão. Por consequência, recomenda-se que as relações entre estes órgãos sejam norteadas pelo princípio da transparência e, nessa medida, sejam criados os procedimentos necessários com vista a assegurar que o órgão de administração tenha, a todo o tempo, pleno conhecimento das matérias debatidas e das decisões tomadas pela Comissão Executiva.

A criação de uma Comissão Executiva pode revelar-se um instrumento valioso no seio de organizações societárias complexas; todavia, é aconselhável que a composição desta Comissão seja um reflexo fiel do equilíbrio existente no órgão de administração entre membros dependentes e independentes.

17. Encoraja-se a criação pelo órgão de administração de comissões de controlo internas com atribuição de competências em matérias em que existam potenciais situações de conflito de interesses, tais como a nomeação de directores e gestores, a análise da política de remunerações e a avaliação da estrutura e governo societários.

Enquanto a responsabilidade pela comunicação de informações financeiras e não financeiras, de remuneração e nomeação dos membros do órgão de administração pertence àquele órgão como um todo, os membros independentes ou não executivos podem fornecer uma segurança adicional aos intervenientes no mercado de que os seus direitos se encontram protegidos. Os órgãos de administração podem igualmente ponderar a criação de comissões específicas para apreciarem questões nas quais existam potenciais conflitos de interesses. Estas comissões podem exigir um número mínimo de membros ou serem compostas integralmente por membros não executivos.

Embora a função destas comissões seja basicamente informativa e consultiva, pois, como visto, a responsabilidade das tomadas de decisões será sempre do órgão de administração, o seu trabalho deverá consistir na formulação de informações, conselhos e propostas que o ajudem a desenvolver eficientemente a sua função de supervisão do órgão de administração e a incrementar a qualidade do seu desempenho nestas matérias. Não será necessária a criação de uma comissão diferente com atribuições em cada uma das matérias referidas, nem que os membros que compõem cada uma das comissões sejam diferentes. Contudo, é genericamente aceite que a

acumulação excessiva de responsabilidades pode afectar o seu desempenho por excesso de trabalho e de concentração de poder. Alguns países limitam o número de cargos em órgãos de administração que podem ser assumidos. Porém, os limites expressos podem ser menos relevantes que a garantia de que os membros do órgão de administração gozem de legitimidade e confiança aos olhos dos accionistas.

Os membros do órgão de administração devem ter informação relevante e atempada de forma a sustentar a formulação das suas decisões. Os membros não executivos do órgão, desejáveis para que exista um maior grau de independência, não têm em geral o mesmo acesso à informação que os principais gestores dentro da organização. O contributo destes membros para a administração da organização pode ser reforçado fornecendo-lhes acesso a certos gestores de topo da organização como, por exemplo, o secretário da sociedade¹⁷⁶ e o auditor interno, e garantindo a

¹⁷⁶ A este respeito ao CSC foi aditado, através do Artigo 3º do Decreto-Lei 257/96, de 31 de Dezembro, os Artigos 446º-A a 446º-F, constituindo a Secção VI do capítulo VI do Título IV do CSC. Pela sua importância, julga-se oportuno a reprodução dos dois primeiros Artigos anteriormente referidos.

ARTIGO 446º-A

(Designação do Secretário da Sociedade)

1. *As sociedades cotadas em bolsa de valores devem designar um secretário da sociedade e um suplente.*
2. *O secretário e o seu suplente devem ser designados pelos sócios no acto de constituição da sociedade ou pelo conselho de administração ou pela direcção por deliberação registada em acta.*
3. *As funções de secretário são exercidas por pessoa com curso superior adequado ao desempenho das funções ou solicitador, não podendo exercê-las em mais de sete sociedades, salvo nas que se encontrem nas situações previstas no título VI deste Código.*
4. *Em caso de falta ou impedimento do secretário, as suas funções são exercidas pelo suplente.*

ARTIGO 446º-B

(Competência do Secretário da Sociedade)

1. *Para além de outras funções estabelecidas pelo contrato social, compete ao secretário da sociedade:*
 - a) *Secretariar as reuniões da assembleia-geral, da administração, da direcção e do conselho geral;*
 - b) *Lavrar as actas e assiná-las conjuntamente com os membros dos órgãos sociais respectivos e o presidente da mesa da assembleia geral, quando desta se trate;*
 - c) *Conservar, guardar e manter em ordem os livros e folhas de actas, as listas de presenças, o livro de registo de acções, bem como o expediente a eles relativo;*
 - d) *Proceder à expedição das convocatórias legais para as reuniões de todos os órgãos sociais;*
 - e) *Certificar as assinaturas dos membros dos órgãos sociais apostas nos documentos da sociedade;*
 - f) *Certificar que todas as cópias ou transcrições extraídas dos livros da sociedade ou dos documentos arquivados são verdadeiras, completas e actuais;*
 - g) *Satisfazer, no âmbito da sua competência, as solicitações formuladas pelos accionistas no exercício do direito à informação;*
 - h) *Certificar o conteúdo, total ou parcial, do contrato de sociedade em vigor, bem como a identidade dos membros dos diversos órgãos da sociedade e quais os poderes de que são titulares;*

possibilidade de recurso a consultoria externa, ainda que a expensas da organização. O fundamental é assegurar que os membros do órgão de administração possam desempenhar as suas funções sustentadas em informações rigorosas, relevantes e oportunas.

Pese o facto do reconhecido empenhamento da CMVM em se adaptar ao actual estado de coisas que ocorre presentemente nos mercados financeiros e de capitais, o certo é que se trata, como aliás já se referiu, de uma primeira abordagem que carece de ajustamentos e alargamento de âmbito de aplicação.

A integração económica colocou a competição entre as organizações numa escala global. Diariamente são veiculadas pela imprensa operações de tomada de controlo de organizações. As de grande dimensão pretendem ser ainda maiores e as mais pequenas procuram ganhá-la. Tudo isto em nome de uma concorrência que já não é apenas local mas mundial. Naturalmente, a revolução que ocorre nas organizações terá forçosamente impacto determinante nos mercados de capitais, concretamente ao nível dos centros de transacções de valores mobiliários.

O mercado accionista português tem evoluído nos últimos anos de forma consistente. O volume de transacções, a capitalização bolsista, a qualidade das organizações e o seu desempenho espelham o aumento de competitividade da bolsa portuguesa. A questão fundamental é determinar em que segmento a bolsa nacional se deve posicionar, designadamente, a nível europeu.

No quadro seguinte pode-se apreciar o peso específico que alguns mercados exercem. A Bolsa de Valores de Lisboa (BVL), num quadro comparativo internacional, apresenta uma

i) Certificar as cópias actualizadas dos estatutos, das deliberações dos sócios e da administração e dos lançamentos em vigor constantes dos livros sociais, bem como assegurar que elas sejam entregues ou enviadas aos titulares de acções que as tenham requerido e que tenham pago o respectivo custo;

j) Autenticar com a sua rubrica toda a documentação submetida à assembleia geral e referida nas respectivas actas;

l) Requerer a inscrição no registo comercial dos actos sociais a ele sujeitos.

2. As funções referidas nas alíneas e), f) e h) do n.º 1 deste artigo são exercidas sem prejuízo da competência de verificação da conformidade de tais poderes para o acto que caibam às entidades públicas e, em especial, aos notários e aos conservadores.

3. As certificações feitas pelo secretário referidas nas alíneas e), f) e h) do n.º 1 deste artigo substituem, para todos

dimensão diminuta e, aparentemente, com algum potencial de crescimento, dado o nível de capitalização bolsista face ao PIB português ser bastante inferior ao de bolsas de um segmento semelhante em termos de volume de transacções.

(USD) MIO

1998			1997				
	Capit. Bolsista	%		Capit. Bolsista	%		
1	NYSE	10.271.899,8	46,34%	1	NYSE	8.879.630,6	48,42%
2	Nasdaq	2.527.970,0	11,40%	2	Tokyo	2.160.584,8	11,78%
3	Tokyo	2.439.548,8	11,01%	3	London	1.996.225,1	10,88%
4	London	2.372.738,1	10,70%	4	Nasdaq	1.737.509,7	9,47%
5	Germany	1.093.961,9	4,94%	5	Germany	825.232,7	4,50%
6	Paris	991.483,8	4,47%	6	Paris	676.310,5	3,69%
7	Switzerland	689.199,1	3,11%	7	Switzerland	575.338,7	3,14%
8	Amsterdan	603.182,2	2,72%	8	Canada (Toronto)	567.635,1	3,10%
9	Italy	569.731,8	2,57%	9	Amsterdan	468.896,6	2,56%
10	Canada (Toronto)	534.394,0	2,41%	10	Hong Kong	413.322,6	2,25%
	Lisboa	62.954,3	0,28%		Lisboa	38.953,9	0,21%
	Total	22.166.063,9			Total	18.339.640,3	

Figura 13: Capitalização bolsista dos 10 maiores mercados mundiais e da BVL.

Fonte: Adaptado de *International Federation of Stock Exchange*

A nível europeu, o posicionamento da bolsa nacional também não é muito diferente. Relativamente a esse facto, veja-se o quadro abaixo.

(USD) MIO

1998		1997			
	Capit. Bolsista	%	Capit. Bolsista	%	
1	London	2.372.738,1	33,75%	1.996.225,1	37,28%
2	Deutsche Börse	1.093.961,9	15,56%	825.232,7	15,41%
3	Paris	991.483,8	14,10%	676.310,5	12,63%
4	Switzerland	689.199,1	9,80%	575.338,7	10,74%
5	Amsterdan	603.182,2	8,58%	468.630,7	8,75%
6	Italy	569.731,8	8,10%	344.665,0	6,44%
7	Spain	402.162,6	5,72%	290.354,8	5,42%
8	Brussels	245.657,3	3,49%	138.938,2	2,59%
	Lisboa	62.954,3	0,90%	38.953,9	0,73%
	Total	7.031.071,3		5.354.649,6	

Figura 14: Capitalização bolsista das Bolsas pertencentes ao projecto Bolsa Europeia.

Fonte: Adaptado de *International Federation of Stock Exchange*

Cada vez mais os negócios de bolsa vivem de economias de escala e de dimensão. As bolsas europeias, atentas a esses factores críticos de sucesso e às ameaças que se lhes

colocam, estão a realizar um conjunto de reformas vitais para a sua sobrevivência num espaço globalizado.

Existem já contactos formais no sentido de se criar uma bolsa europeia, dada a expressiva adesão à ideia por parte dos diferentes países. Nessas negociações têm estado presentes oito bolsas: Londres, Frankfurt, Amsterdão, Zurique, Madrid, Milão, Paris e Bruxelas. A criação da chamada Bolsa Europeia poderá tomar duas formas: uma, que consiste na fundação de uma grande bolsa, aglutinando os seus participantes; e outra que passa pelo estabelecimento de uma plataforma de negociação para as bolsas que aderirem ao projecto, servindo quer as organizações quer os investidores. Inicialmente espera-se que 300 empresas estejam cotadas na nova estrutura bolsista.

Como se pode observar no quadro da figura 12, a dimensão e volume transaccionado na BVL não é minimamente comparável com a das bolsas que integram este projecto, mesmo com a Bolsa de Bruxelas, que é a que apresenta menor dimensão e liquidez: a bolsa portuguesa tem uma capitalização que se situa em 25% da sua congénere belga, e um volume transaccionado de cerca de 20% do belga.

Sendo claro que a bolsa nacional apresenta uma dimensão reduzida, é igualmente esperado que não exista um número significativo de organizações que apresentem condições de integrar as referidas 300 empresas que irão dar início à bolsa europeia.

As bolsas europeias de maior dimensão caracterizam-se por ter admitidas à negociação organizações de elevada capitalização bolsista, resultando destas parte significativa do volume transaccionado nesses centros financeiros. A BVL, espelhando o tecido empresarial português, terá sempre dificuldade em competir neste contexto.

A praça lisboeta, com reduzida diversificação ao nível das actividades económicas e das diferentes tipologias de risco, deve explorar o recrutamento de emittentes não nacionais, designadamente do Brasil, e emittentes em actividades não cobertas pelos seus índices. Esta situação tornaria a carteira da BVL menos correlacionada com os índices europeus e susceptível de gerar maior diversificação aos portfolios geridos pelos gestores activos. A especialização em organizações de média dimensão à escala europeia poderá ser o nicho a explorar e a imagem de mercado a dar ao mundo.

(ALVES, 1999: p..89)

É neste contexto que se saúda o crescente esforço de aproximação levado a cabo pela

CMVM, de que as presentes recomendações são um claro exemplo.

Porém, infelizmente, a prática corrente ainda se encontra bastante afastada do que seria desejável e mesmo das recomendações básicas emitidas. Segundo uma pesquisa recente (ALMOSTER: 2000, p. 1), um terço das empresas cotadas não cumpre as regras da CMVM.

Em Portugal, a grande maioria das empresas que estão cotadas em bolsa, não respeitou as recomendações da CMVM referentes à divulgação das medidas adoptadas sobre o *governo das sociedades*. De acordo com Paulo Almoster (ALMOSTER: 2000, p. 1), apenas 26 empresas, do total de 69 relatórios de gestão analisados, é que fizeram menção ao facto de estarem, pelo menos, a cumprir parcialmente as recomendações da entidade reguladora¹⁷⁷.

Recentemente, a CMVM apresentou um novo regulamento para a divulgação de informações por parte das empresas cotadas. Estas novas regras deverão entrar em vigor no início de Agosto e implicam que, em primeiro lugar, qualquer facto considerado relevante seja comunicado à CMVM e só depois de o órgão regulador “*libertar*” essa informação, “*através do seu site na internet*”, é que a empresa em causa poderá divulgar a mesma informação.

Decerto que, depois de organizado em definitivo o quadro legal, a CMVM centrar-se-á no exercício mais eficaz de supervisão, onde as novas regras para a divulgação de factos relevantes já farão parte da estratégia, cuja finalidade se destina a prevenir o abuso de informação privilegiada e a manipulação de mercado¹⁷⁸.

A realidade denota uma fraca transparência nas empresas cotadas. Numa medida pouco usual no mercado de capitais nacional, a CMVM decidiu tornar pública uma lista de empresas, por assim dizer, “*bem comportadas*”. Na prática, pretende-se saber quais são as organizações cotadas que prestaram informações sobre a adopção das recomendações relativas ao “*governo das sociedades*” cotadas.

¹⁷⁷ Entre os grandes bancos, apenas o BES se encontra na lista dos «bem comportados». O BCP e o BPI ficaram de fora. De referir ainda que a EDP, outra grande empresa da bolsa, não figura nessa lista.

¹⁷⁸ Vão ser lançadas mais investigações às entidades sob a alçada da CMVM, que se podem ir preparando para

Segundo o presidente do Conselho Directivo da CMVM, *é abusiva a conclusão de que lá por uma empresa não constar da lista dos “cumpridores”, isso a torne imediatamente como “mal comportada”* (ALMOSTER: 2000, p. 17). No entanto, *Teixeira dos Santos*¹⁷⁹ argumenta que uma empresa pode estar a adoptar as recomendações da CMVM, mas não o ter referido no seu relatório de gestão, por exemplo, por esquecimento ou descuido¹⁸⁰.

Para a CMVM, este exercício de análise aos relatórios de gestão, destina-se a dar ao mercado a possibilidade de “mais facilmente formular um juízo sobre a bondade das opções tomadas pelas sociedades cotadas” (ALMOSTER: 2000, p. 17).

4. “CORPORATE GOVERNANCE” EM PORTUGAL: O PERÍODO PÓS 2000

A ideia primordial subjacente ao governo das sociedades é a de que estas, especialmente as que têm títulos cotados e capital disperso, devem estar à altura das expectativas nelas depositadas pelos investidores. Nesta conformidade, cada empresa deve ser administrada e gerida em benefício de todos os accionistas e não em função de interesses individuais ou de interesses de determinados grupos de accionistas, com os quais podem ter relações comerciais preferenciais ou para o benefício de determinados elementos da Administração. Como tal, a divulgação por cada empresa das suas regras ao nível da Administração, repartição das competências sobre as diversas matérias e formas de ultrapassar determinados conflitos de interesse tem assumido uma cada vez maior importância no domínio do mercado de valores mobiliários.

umas visitas surpresa (ALMOSTER: 2000, p. 1).

¹⁷⁹ Fernando Teixeira dos Santos desempenhava, na altura, o cargo de Presidente do Conselho Directivo da CMVM.

¹⁸⁰ Não deixa de ser importante referir o facto de muitas das grandes empresas cotadas, pelo menos no final do ano passado, não constarem da lista dos cumpridores. Nomeadamente, o caso do BCP e do BPI, assim como o BPA, o BPSM e o Banco Mello, três instituições que foram incorporadas por fusão no BCP, estão igualmente fora da lista. Aliás, no sector bancário apenas o BES, o Finibanco e Crédit Lyonnais são apontados como cumpridores. A Tranquilidade (dominada pelo BES e objecto de OPA recente) e a Império são os únicos representantes do sector segurador. A Mundial Confiança, que entretanto passou para o domínio da Caixa Geral de Depósitos, não aparece na lista dos cumpridores das regras da CMVM. A EDP, um peso pesado do mercado,

Além das regras constantes de textos legais que consagram já soluções que acolhem princípios de *corporate governance*, a transposição para o mercado português da reflexão relativa a esta temática foi realizada através da aprovação, pela CMVM, em Outubro de 1999, de um conjunto de Recomendações relativas ao sistema de regras de conduta a observar no exercício da direcção e controlo das sociedades admitidas à negociação (as quais foram já substancialmente abordadas anteriormente). A reflexão sobre o *corporate governance* em Portugal não procura impor modelos rígidos e uniformes, assumindo com naturalidade a coexistência de dois tipos de sistemas: um mais apoiado no controlo externo (modelo anglo-saxónico) e outro que repousa mais no controlo intra-societário (modelo continental).

4.1 O REGULAMENTO DA CMVM N.º 7/2001

Em 2001, acentuou-se a relevância da informação a disponibilizar pelas empresas ao obrigar as sociedades cotadas a divulgar se, e em que medida, cumprem as obrigações de informação ou, caso não o façam, explicar por que tal não acontece. Assim, em Dezembro de 2001 viria a ser publicado uma peça reguladora de importância relevante no âmbito do governo societário. Tratava-se do Regulamento da CMVM n.º 7/2001 que vinha consagrar o princípio *comply or explain*. Este princípio assenta em mecanismos de mercado para penalização das sociedades com opções discutíveis do ponto de vista da governação. Além disso, algumas recomendações foram elevadas a deveres de informação: informação sobre processos de decisão empresarial; cargos exercidos por administradores em outras sociedades; evolução das cotações; indicação da política de dividendos.

A disposição de maior alcance no Regulamento n.º 7/2001 residia, sem dúvida, na exigência de divulgação anual das práticas seguidas em matéria de governo societário, em relatório a divulgar em capítulo separado ao relatório de gestão ou em documento anexo ao mesmo. A prestação obrigatória de informação passava a obedecer a uma padronização de acordo com o modelo de relatório que constava do Regulamento mencionado, obedecendo tendencialmente aos pontos tratados nas Recomendações.

O referido modelo destinava-se a fornecer informação detalhada ao mercado sobre as

opções livremente tomadas pelas cotadas quanto às regras de bom governo. A CMVM entende a elaboração destes relatórios, não como o "*preenchimento mecânico*" de um inquérito, mas como uma oportunidade para um "*exercício de reflexão crítica e tomada de posição*", pelas sociedades subscritoras, "*sobre as suas práticas do governo da sociedade*". Esta orientação tem tanto mais significado quanto é certo que a informação a prestar nestes relatórios incide sobre um extenso elenco de matérias de governo, cobrindo todos os principais aspectos da estrutura e controlo das sociedades.

No mesmo diploma, eram ainda sintomáticas as novas regras informativas destinadas à comunicação à CMVM dos planos de atribuição de acções e de opções de aquisição de acções a trabalhadores e a administradores e, bem assim, das transmissões de acções efectuadas por estes ou por pessoas que com estes estejam relacionadas.

Outra indicação relevante constante no Regulamento respeita ao conceito de "*administrador independente*" (a utilizar pelas empresas na informação a constar nos relatórios de governo), o qual é delimitado pela negativa e de forma não exaustiva.

Além dos deveres de informação que decorrem do modelo do relatório, o Regulamento impõe ainda algumas outras obrigações, também de natureza informativa, quer a cargo das sociedades cotadas, quer dos membros do órgão de administração. Entre esses deveres, sobressai o de as sociedades cotadas manterem acessível, em sítio próprio na Internet, um conjunto importante de informações sobre a sua própria identificação e vida societária.

Dois anos depois da publicação do primeiro conjunto de Recomendações, verificou-se que a prática revelava um acolhimento maior por parte das sociedades, malgrado não se verificar ainda uma adesão total. Apesar de se ter pedido a divulgação da adopção ou grau de adopção das Recomendações, muitas vezes a informação ou não era prestada ou era apresentada de forma desigual ou insuficiente. Daí que a CMVM tivesse decidido impor às sociedades cotadas o dever de divulgar o grau e o modo de adopção das Recomendações. Não se tratava, portanto, de impor obediência às Recomendações em si mesmo, mas de obrigar à divulgação de diversos aspectos ligados ao governo societário, segundo o princípio '*comply or explain*'.

4.2 AS RECOMENDAÇÕES DA CMVM – REVISÃO DE 2001

Ainda em 2001, procedeu-se à reformulação do texto das Recomendações aprovado em 1999, dando origem às “*Recomendações sobre o Governo das Sociedades Cotadas*” de Dezembro de 2001.

Neste novo documento apenas duas das sete recomendações relativas à *Divulgação de Informação* permaneceram no texto: a que refere à utilização de novas tecnologias de informação e a que refere à criação de um gabinete de apoio ao investidor. As restantes foram transpostas para o Regulamento n.º 7/2001. Se bem que o grupo relativo ao exercício do *Direito de Voto* e o grupo relativo aos *Investidores Institucionais* se mantiveram praticamente inalterados, foram introduzidas duas novas recomendações no grupo das *Regras Societárias*: uma no sentido da criação de um sistema interno de controlo para a detecção eficaz de riscos ligados à actividade da empresa, em salvaguarda do património e transparência do seu governo; outra referente a medidas adoptadas para impedir o êxito de OPAs. Estas medidas deviam respeitar os interesses da sociedade e dos accionistas, pelo que a estes se opunham eventuais cláusulas defensivas que tivessem por efeito provocar erosão no património em caso de transição de controlo ou de alteração na composição do órgão de administração. Realçava-se ainda o facto de essas medidas prejudicarem a livre transmissibilidade das acções e a livre apreciação pelos accionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração. No grupo que respeita ao *Órgão de Administração* foram também acrescentadas duas recomendações: propunha-se que uma parte da remuneração dos membros do órgão de administração, em particular dos que exercessem funções de gestão corrente, dependesse dos resultados da sociedade; a outra recomendação apelava a que a proposta relativa à aprovação de planos de atribuição de acções e/ou de opções de aquisição de acções a membros do órgão de administração e/ou trabalhadores submetida a Assembleia-geral contivesse todos os elementos necessários para uma avaliação correcta do plano. Assistiu-se, assim, a um aperfeiçoamento das Recomendações publicadas em 1999 pela introdução destas quatro novas recomendações que, ao mesmo tempo que prevêem a questão das OPAs, tentam aumentar a transparência no seio do órgão de administração e melhorar o tratamento de riscos ligados à actividade da empresa.

Assim, as Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades foram

modificadas, tendo existido uma promoção de algumas normas recomendatórias a deveres jurídicos de informação e o aditamento de outras recomendações. Em balanço geral, dir-se-á que se manteve a filosofia “*comply or explain*” do sistema nacional, mas foi acentuada a essencialidade dos deveres de informação, com vista a proporcionar um melhor escrutínio pelo mercado quanto às opções tomadas pelas sociedades no âmbito do seu governo.

4.3 AS RECOMENDAÇÕES DA CMVM – REVISÃO DE 2003

A revisão das Recomendações de 2003 foi precedida de discussão pública procurando resposta a algumas preocupações: como aperfeiçoar a informação sobre a composição do Conselho de Administração; como aperfeiçoar as Boas Práticas de funcionamento do Conselho de Administração; como obrigar à existência de um *site* por cada sociedade cotada; que informação divulgar sobre a remuneração dos administradores. Cumprindo a política de transparência da actividade reguladora da CMVM, foi dado grande relevo à discussão pública, incrementando a cultura de participação na revisão das Recomendações, considerando, e bem, que, o desenvolvimento das práticas do governo societário nacionais assenta no empenho e envolvimento de todos os participantes do mercado.

Visava-se, deste modo, submeter à opinião pública um conjunto de alterações às Recomendações em vigor e ao Regulamento nº 7/2001. No seguimento das publicações anteriores, procurou-se ainda incorporar aspectos da recomendação da Comissão Europeia, de 16 de Maio de 2002, sobre a independência dos auditores e a comunicação da Comissão Europeia, de 21 de Maio de 2003, sobre o Plano de Acção de Direito das Sociedades. Este processo de consulta dirigiu-se não só às sociedades cotadas mas também a auditores, juristas, entidades gestoras de mercado, associações representativas de profissionais e autoridades de supervisão e teve uma adesão muito significativa. As posições recolhidas foram analisadas pela CMVM e várias delas foram acolhidas e transpostas para os textos finais. O documento, publicado em Novembro de 2003, que resultou deste processo de consulta, constituiu as “*Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*”. Apresentava-se com uma menor extensão, tendo o número de Recomendações diminuído das anteriores quinze para onze. A razão destas alterações prendeu-se com o crescente detalhe no Regulamento associado e com a menor relevância de algumas Recomendações.

No primeiro grupo, referente à *Divulgação de Informação*, foi retirada a recomendação da utilização de novas tecnologias de informação, o que é compreensível não só pela corrente adopção desta prática pela maioria das empresas mas também pela referência feita no Regulamento. O grupo do *Exercício do Direito de Voto e Representação de Accionistas* passou a ter apenas uma recomendação que salienta a não restrição do exercício activo do direito de voto quer directamente, quer por representação, discriminando as situações de eventual restrição. Ao grupo das *Regras Societárias* foi retirada a recomendação do estabelecimento de regras para regulação de conflito de interesses, enquanto que as duas outras se mantiveram, situação mais uma vez justificada pela sua passagem a dever constante no Regulamento. Ao mesmo tempo, o grupo dos *Investidores Institucionais* manteve a sua única recomendação. O grupo do *Órgão de Administração*, conheceu ligeiras alterações no texto das Recomendações, algumas das quais por acolhimento de sugestões emergentes do processo de consulta: foi retirada a recomendação relativa à composição da Comissão Executiva e introduzida uma outra que salienta a necessidade de independência dos membros da Comissão de Remunerações face aos membros do órgão de administração; no que respeita à remuneração do órgão de administração, esta deve ser estruturada de forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses da sociedade e deve ser objecto de divulgação anual em termos individuais.

A versão originária das Recomendações, do ano de 1999, foi acompanhada de uma recomendação no sentido de uma divulgação sobre o seu cumprimento. Com o Regulamento n.º 7/2001 assistiu-se à referida transposição para o plano regulamentar, salientando-se a obrigação de informação relativa ao cumprimento ou ao seu não cumprimento e respectiva justificação, segundo a filosofia *comply or explain*. A publicação das Recomendações e do Regulamento n.º 11/2003¹⁸¹, surge quer como resultado dos textos anteriores quer como actualização de práticas internacionais, ainda que incorporando também particularidades nacionais acolhidas como resultado do processo de consulta.

¹⁸¹ O Regulamento em causa veio alterar o Regulamento n.º 7/2001 que se mantém em vigor, embora com as alterações agora introduzidas. Neste âmbito merecem especial destaque clarificação do conceito de “administrador independente”, a informação relativa a planos de atribuição de acções e ou de opções de aquisição de acções a trabalhadores e ou a membros do órgão de administração e os aspectos relacionados com o sítio da internet e a informação a disponibilizar pelas sociedades cotadas.

Em suma, esta revisão das Recomendações da CMVM e do Regulamento n.º 7/2001, visavam assegurar a sua actualização e ajustamento às preocupações nacionais e internacionais, mantendo uma postura de inconformismo e permanente crítica, tendo em vista a optimização dos sistemas organizativos e de regulação.

4.4 AS RECOMENDAÇÕES DA CMVM – REVISÃO DE 2005

Após as intervenções regulamentares e recomendatórias sobre o governo das sociedades de 2003, foram divulgados importantes textos normativos internacionais, sobre cujo acolhimento para a ordem jurídica portuguesa foi necessário reflectir. A Recomendação da Comissão Europeia n.º 2005/162/CE¹⁸², de 15 de Fevereiro de 2005 e a Recomendação da Comissão Europeia n.º 2004/913/CE¹⁸³, de 14 de Dezembro de 2004, são disso dois bons exemplos. Tratavam-se de indicações comunitárias que, pese embora o seu carácter não vinculativo, foram aprovadas no âmbito do *Plano de Acção da Comissão Europeia sobre o Direito das Sociedades*, tendo sido convidado cada Estado-membro a tomar as medidas necessárias para a sua adopção até 30 de Junho de 2006. No mesmo hiato temporal também a OCDE tinha, em 2004, revisto os seus Princípios sobre o Governo das Sociedades.

Atenta a estes desenvolvimentos, a CMVM vinha seguindo uma lógica bianual de revisão das Recomendações. Nesse sentido, o texto original, publicado em 1999 e objecto de processos de revisão e alteração em Dezembro de 2001 e em Novembro de 2003, foi novamente revisto em Novembro de 2005. A razão para o estabelecimento desta periodicidade bianual prende-se sobretudo com a necessidade de ser dado tempo ao mercado e às sociedades abertas para percepcionarem e, relativamente a estas últimas, como desejado, conformarem o seu comportamento enquanto instituição às recomendações emitidas.

O processo de revisão das Recomendações incorpora uma componente de reflexão interna da CMVM sobre a optimização do funcionamento das sociedades abertas e da comunicação destas com o mercado, mas também uma componente externa, abrindo a CMVM o teor das alterações que pretende realizar à discussão pública, em ordem a escutar o

¹⁸² Relativa ao Papel dos Administradores não Executivos e dos Conselhos de Supervisão.

¹⁸³ Relativa à Remuneração dos Administradores.

que as sociedades abertas, os demais intervenientes no mercado e os profissionais das áreas específicas que se cruzam com estas matérias têm a dizer sobre a proposta de alterações. A exemplo do que se verificara em 2003, o texto das Recomendações, aprovado em Conselho Directivo da CMVM em 3 de Novembro de 2005, foi objecto de uma consulta pública bastante participada que decorreu até 10 de Outubro.

Nesta revisão de 2005, a atenção da CMVM centrou-se sobretudo nas questões relativas aos mecanismos de fiscalização interna das sociedades e de aclaração das políticas de remuneração dos membros do órgão de administração, tendo sido aprovadas novas recomendações com impacto nesta matéria que se nos afiguram de extraordinária importância.

A primeira grande novidade é a adição de uma recomendação, no caso a 5-A, nos termos do qual a CMVM aconselha que o órgão de administração de uma sociedade aberta (seja ele Conselho de Administração ou Direcção) deve incluir um número suficiente de membros não executivos. O seu papel será o de acompanhar e avaliar de forma contínua a gestão da sociedade pelos membros com funções executivas. Só por si, e em atenção à qualidade da entidade que a realiza, esta recomendação, que se encontra em linha com as melhores regras de *soft law* e práticas internacionais sobre esta matéria, constitui-se como um desenvolvimento importante na teorização da repartição de funções entre membros executivos e não executivos de um órgão de administração. Na verdade, à altura, a redacção do CSC não só não efectuava qualquer distinção entre as funções e competências de administradores executivos e administradores não executivos, como ainda estabelecia, como regra geral, uma responsabilidade solidária de todos os membros do órgão de administração pelos actos praticados por alguns membros em representação da sociedade. Nesta linha, a recomendação da CMVM era, tendo em conta o quadro legislativo de então, inovadora e esperava-se que fosse o embrião de uma relevante reflexão e discussão sobre a teorização das funções dos membros dos órgãos de administração de uma sociedade em razão das suas competências e sobre o princípio da responsabilidade solidária então vigente.

Na sequência da adição da recomendação n.º 5-A, a CMVM sentiu necessidade de alterar a redacção da recomendação n.º 6, indicando que de entre os membros não executivos do órgão de administração se deveria incluir um número suficiente de membros independentes

e que nos casos em que exista apenas um administrador não executivo se recomenda que este seja independente. Esta alteração à redacção da recomendação n.º 6 representa uma evolução interessante face ao anterior entendimento expresso pela CMVM, porquanto a anterior redacção referia apenas que o órgão de administração deveria incluir pelo menos um membro “*não associado a grupos de interesses específicos*”. A actual redacção da recomendação centra, assim, a problemática da independência nos administradores não executivos, desinteressando-se da discussão em torno da possível independência dos membros com funções executivas.

No que respeita à política de remunerações dos administradores, a CMVM aditou uma nova recomendação e alterou uma já existente. Assim, nos termos da sua nova recomendação n.º 8-A, a CMVM recomenda que deve ser submetida à apreciação pela Assembleia-geral anual de accionistas uma declaração sobre a política de remunerações dos órgãos sociais. O objectivo é claro e, como a própria CMVM explica no comentário a esta recomendação, a mesma visa promover a transparência e a legitimação pelos accionistas dos critérios de fixação de remunerações quando estas sejam deliberadas pelas normalmente designadas comissões de remunerações.

Paralelamente, a CMVM promoveu uma alteração de redacção à recomendação n.º 10, no sentido de a clarificar, recomendando agora de forma expressa o que antes se subentendia, ou seja, que a aprovação de planos de atribuição de acções e/ou de opções para aquisição de acções a membros do órgão de administração e/ou a trabalhadores seja aprovado pela Assembleia-geral, devendo a proposta conter todos os elementos necessários para uma correcta avaliação do plano e, caso esteja elaborado, ser acompanhada pelo regulamento do mesmo.

Sem prejuízo da relevância das anteriores, a mais importante e nova recomendação aprovada pela CMVM é a n.º 10-A e que visa abordar uma prática ainda pouco desenvolvida em Portugal, mas à qual é dada especial atenção em países em que a temática do *corporate governance* se encontra em mais avançado estado de maturação: o *whistleblowing*. O *whistleblowing* reporta-se ao dever moral que impende sobre todos os agentes que interagem na esfera de uma sociedade, estando na primeira linha os respectivos colaboradores, de

informar e/ou denunciar as irregularidades de que venham a ter conhecimento na gestão dessa sociedade. Esta é uma matéria que foi objecto de especial atenção nos EUA na sequência dos escândalos *Enron* e *Worldcom*, tendo, em consequência, o *whistleblowing* sido incentivado e os trabalhadores que assumam o papel de *whistleblowers* devidamente protegidos nos seus interesses e direitos por meio de normativo próprio do *Sarbanes-Oxley Act* de 2002.

Em Portugal, a matéria estava totalmente desregulamentada. Ainda que seja certo que a comunicação interna de irregularidades não pode implicar para o trabalhador um tratamento prejudicial por parte da entidade empregadora, como a CMVM na explicação a esta recomendação igualmente refere, não existe um dever legal por parte dos trabalhadores de comunicarem tais irregularidades, nem um dever que impenda sobre as sociedades de estabelecerem políticas internas de comunicação de irregularidades. Com a adopção desta nova recomendação n.º 10-A a CMVM visa, assim, estimular as sociedades abertas a adoptarem uma política de comunicação de irregularidades indicando, designadamente, os meios através dos quais as práticas irregulares podem ser comunicadas internamente, as pessoas com legitimidade para receber tais comunicações e qual o tratamento dado a tais comunicações. A CMVM recomenda ainda que as linhas gerais da política de *whistleblowing* sejam divulgadas no relatório anual de governo da sociedade.

Considerando a importância da prática que esta recomendação visa estimular, não é difícil antecipar que, seguindo a CMVM a sua política de *comply or explain*, esta recomendação de adopção de uma política de comunicação de irregularidades possa vir a tornar-se obrigatória para as sociedades abertas com o capital admitido à cotação em mercado regulamentado.

Paralelamente à publicação desta nova versão das Recomendações a CMVM emitiu o Regulamento n.º 10/2005. Este documento vinha, uma vez mais, alterar o Regulamento n.º 7/2001, visando reforçar o sistema de fiscalização e a ampliação da transparência. Fundamentalmente, *o reforço do sistema de fiscalização concretizou-se através da adopção de um conceito de independência mais exigente, passando a incorporar um elemento funcional além do já assente elemento relacional, e centralizado agora na figura do administrador não executivo, o contexto mais propício ao exercício das funções atribuídas a um membro*

*independente do Conselho de Administração*¹⁸⁴.

O regulamento veio igualmente promover um reforço da transparência, em três áreas cuja relevância se vem acentuando recentemente: remuneração dos administradores, política de comunicação de irregularidades e qualificações dos administradores, traduzindo-se as alterações em maiores exigências informativas a nível do Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades.

Em jeito de conclusão, apenas um comentário final no sentido de que, tendo embora o título e valor jurídico de meras recomendações, o mercado percebe e valoriza o cumprimento das mesmas pelas sociedades abertas como um elemento relevante a ter em conta na respectiva avaliação de desempenho. Isso deve-se não só à importância das matérias objecto das recomendações mas, sobretudo, à autoridade da entidade que as emite. Não sendo, todavia, este o papel principal de uma entidade reguladora, admitir-se-á o mesmo enquanto a sociedade civil não tomar nas suas mãos uma função auto-regulatória. Tão logo isso suceda com um mínimo de credibilidade e talvez as recomendações da CMVM se tornem menos necessárias ao adequado funcionamento do mercado.

4.5 O LIVRO BRANCO SOBRE A CORPORATE GOVERNANCE EM PORTUGAL

Em Maio de 2004, pelo esforço conjunto de várias entidades nas quais se incluíam empresas com títulos cotados, sociedades de profissionais, profissionais experientes e de mérito reconhecido em administração de empresas e académicos reconhecidos como especialistas em assuntos de *corporate governance*, foi constituído o Instituto Português de Corporate Governance (IPCG). Esta entidade, com fins não lucrativos, visa criar uma instituição dinâmica e um fórum de debate capaz de envolver os intervenientes no mercado e de contribuir para um aperfeiçoamento das práticas de gestão seguidas em Portugal.

O IPCG tem como objecto a investigação e divulgação dos princípios de *corporate governance*, podendo, para o efeito, desenvolver todas as actividades adequadas a tal fim, como a promoção da qualificação profissional para os accionistas, sócios ou associados.

¹⁸⁴ De acordo com o texto introdutório do Regulamento 10/2005 da CMVM.

Destina-se, ainda, a divulgar e debater ideias e conceitos de forma a contribuir para que as pessoas colectivas adoptem como directrizes de governo e gestão a transparência, a prestação de contas e a equidade.

Logo no acto do seu lançamento público, em Maio de 2004, o IPCG definiu, como principal missão a ser prosseguida na primeira fase da sua existência, a elaboração de um *Livro Branco sobre o Governo das Sociedades em Portugal*.

Publicado em Fevereiro de 2006, o Livro Branco para além de apresentar um conjunto de reflexões sobre a situação que então se verificava e a evolução próxima das práticas de governo das principais empresas portuguesas, apresenta duas outras dimensões. Por um lado, os autores pretenderam fazer dele um instrumento pedagógico de divulgação da problemática da *corporate governance* e de assuntos diversos com ela relacionados. Por outro lado, abrangia igualmente a enumeração e a descrição de um conjunto alargado de vectores de evolução desejável. Por outras palavras, além do levantamento da situação que se verificava, pretendia-se contribuir para o incremento da sensibilidade dos agentes económicos para esta problemática e desejava-se apontar um conjunto de práticas que viriam a contribuir para o aumento da eficiência dos mecanismos de *corporate governance* das empresas portuguesas.

O capítulo introdutório, para além de explicitar os conceitos subjacentes, identificava e caracterizava múltiplos mecanismos existentes tendo em vista o alinhamento de interesses de gestores e accionistas, assim como proteger os pequenos accionistas do poder discricionário dos grandes accionistas. Em particular, caracterizavam-se os dois grandes sistemas de governo das sociedades, o sistema continental e o anglo-saxónico, enunciando e explicitando os principais mecanismos que os integram, e reportando algumas das limitações que lhe são conhecidas.

No que respeita ao levantamento das práticas instituídas, e a caracterização da sua evolução próxima, foram objecto de análise nesta obra as empresas cotadas na bolsa nacional, com especial enfoque nas dez maiores empresas. Este facto deveu-se à circunstância de ser relativamente às empresas abertas ao investimento do público que a necessidade de encontrar mecanismos eficientes de estímulo, fiscalização e controlo das equipas de gestão se colocava com mais acuidade.

O Livro Branco incluiu igualmente um levantamento do enquadramento jurídico-institucional do governo das sociedades em Portugal. Ai se procuravam identificar as diferentes fontes normativas de gestão, fiscalização e controlo das empresas portuguesas, perceber o sentido da sua evolução, e procedia-se à comparação do estágio de evolução verificada em Portugal com as normas da UE e com os princípios da OCDE.

Nesta obra foi também publicado um *Código de Bom Governo* que procurava preencher uma lacuna existente do nosso país. Ao contrário do que se passava em grande parte dos países da OCDE, não existia entre nós um código de boas práticas que abrangesse a generalidade dos mecanismos de governo. Existiam, como atrás ficou referido, um conjunto de recomendações emanadas pela CMVM. Porém, dada a natureza pública e o carácter de organismo supervisor desta instituição, estas recomendações não abrangiam a totalidade das práticas e dos instrumentos de governo das sociedades. Havia um espaço de intervenção vazio, que apenas a chamada sociedade civil poderia ocupar, e que este documento se proponha preencher. De referir ainda que o documento inventariava as situações em que o cumprimento da recomendação exigia uma transformação do quadro normativo que à altura vigorava, e apontava o sentido de evolução desejável desse quadro.

Em termos de estrutura, o documento comporta quatro partes principais. Na Parte II caracterizam-se os sistemas de governo das sociedades, explicando o que são e quais os seus objectivos. Na parte seguinte (Parte III), procede-se ao levantamento do enquadramento jurídico-institucional do governo das sociedades em Portugal, identificando as diferentes fontes normativas e caracterizando as soluções instituídas. Na Parte IV caracterizam-se as práticas de governo das principais empresas portuguesas cotadas, evidenciando as soluções instituídas e a sua evolução. Por fim, na Parte V, descrevem-se as conclusões obtidas, apresentam-se as recomendações e são identificadas as implicações de natureza legislativa emergentes do código de boas praticas que se propõe.

Pelo exposto, o *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal* constituiu um passo de relevante importância para o conhecimento, avaliação e difusão dos princípios das melhores práticas na gestão das sociedades no nosso País.

4.6 AS RECOMENDAÇÕES DA CMVM – REVISÃO DE 2007

O debate sobre o governo das sociedades que vinha adquirindo reconhecida pujança, precipitou uma vaga de intervenções normativas, à escala global. Em Portugal, o fenómeno também se afirmou, sobretudo devido às amplas modificações introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março, no Código das Sociedades Comerciais. Não que a lei portuguesa antes dessa data desconhecesse os problemas relacionados com a direcção e a fiscalização das sociedades comerciais mas, em 2006, o governo das sociedades é pela primeira vez assumido como objecto principal de uma reforma legislativa, o que por si merece ser notado.

Foram então introduzidas importantes alterações ao CSC no que respeita ao governo das sociedades, com destaque para o alargamento, para três, dos modelos de administração e fiscalização. Assim, para além do modelo latino - composto por um conselho de administração e um conselho fiscal - e do modelo germânico - com uma direcção, um conselho geral e o revisor oficial de contas -, foi incluído o modelo anglo-saxónico - composto por um conselho de administração, uma comissão de auditoria e um revisor oficial de contas. Estas alterações foram realizadas tendo, uma vez mais, em conta o *Plano de Acção sobre Direito das Sociedades*, aprovado pela Comissão Europeia, a partir do qual foram iniciadas diversas medidas normativas relacionadas com o governo das sociedades. De acordo com o renovado Artº 278º do CSC, os modelos de organização interna das sociedades anónimas, seriam definidos de acordo com os interesses e a dimensão das sociedades a constituir.

Não se poderia deixar em claro as implicações trazidas pela reforma de 2006 para o âmbito da responsabilidade civil dos administradores pela violação dos deveres inerentes à sua função. A reforma societária de 2006 antecipava a transposição de um dos preceitos da Directiva n.º 2006/43/CE, respeitante à segregação entre o órgão de fiscalização e o órgão de revisão de contas, em algumas sociedades anónimas. Mantinham-se, porém, em aberto as opções de transposição do corpo principal do texto comunitário relativo à auditoria. Um dos temas que nesse contexto reclamava maior atenção era o da independência dos auditores, interessando nomeadamente tomar posição sobre a discussão sobre a necessidade de vedar a prestação de serviços adicionais por parte dos profissionais de auditoria.

Reconhece-se que na sua vertente normativa o governo das sociedades assenta em fontes de diversa natureza. De um lado, repousa em leis em sentido formal e em regulamentos, atinentes às matérias de direito societário e de direito dos valores mobiliários; de outro lado, releva igualmente da *soft law*, ao envolver normas destituídas de sanção: normas deontológicas, recomendações e regras de boa conduta.

As tendências gerais de governação preocupam-se essencialmente com a eficiência organizativa das sociedades e com a optimização dos seus resultados. Todavia, o contributo para melhorar as práticas das sociedades e das pessoas que nelas intervêm não implica apenas um aperfeiçoamento das leis vigentes, assumindo-se que nem toda a actividade das sociedades deve ser regulada por lei¹⁸⁵.

Como se referiu o debate sobre o governo das sociedades não consente resposta única, e está longe do unanimismo, quanto às suas bases teóricas ou quanto aos seus reflexos práticos, que a designação poderia em primeira leitura sugerir. Foi nesse sentido que a par da publicação do Decreto-Lei n.º 76-A/2006, que veio alterar substancialmente o CSC e o CVM, em concreto no âmbito da administração de sociedades, direitos dos accionistas, deveres de informação e transacções sobre o controlo, a CMVM reviu, em Novembro de 2007, uma vez mais, as suas Recomendações sobre o governo das sociedades. Aquela revisão foi complementada com a publicação do Regulamento n.º 1/2007, que viria a alterar por completo e revogar o já muito alterado Regulamento n.º 7/2001.

A Recomendação atrás referida traduzia-se num código de conduta muito dirigido às sociedades emitentes de valores mobiliários negociados em bolsa - o *Código de Governo das Sociedades*. O Código era um conjunto sistematizado de 43 Recomendações e continha três partes principais relativas: à Assembleia-geral; aos Órgãos de Administração e Fiscalização e; à Informação e Auditoria. O Código veio recomendar algumas práticas importantes de *corporate governance*, entre elas: a limitação do período de depósito ou bloqueio das acções impostas para a participação nas Assembleias-gerais; a consagração do princípio *uma acção-um voto*; a obrigação de divulgação de informações quanto a Assembleias-gerais e respectivas

¹⁸⁵ Atente-se que muitas vezes o que motiva as sociedades, designadamente as sociedades abertas, a cumprir os códigos de conduta é o risco reputacional e não o risco de sanção.

resoluções; as questões relativas às medidas tendentes a evitarem que as OPAs sejam bem sucedidas (como, por exemplo, a limitação do número de votos que cada accionista pode deter ou utilizar); a criação de sistemas adequados de controlo interno; a adopção e observação de uma política de remuneração e as informações que devem estar disponíveis no site da empresa. Além disso, aconselha-se ainda algumas das melhores práticas recomendadas relativas à:

Assembleia-geral:

1. O presidente da Assembleia-geral deverá dispor de recursos humanos e logísticos de apoio que lhe permitam enfrentar as necessidades da sociedade em conformidade com a situação económica da organização. A sua remuneração deverá ser incluída no relatório anual da empresa;
2. O pacto social não deve definir um *quorum* (constitutivo ou deliberativo) superior ao previsto por lei;
3. A votação por correspondência não deve ter qualquer restrição e o prazo para recepção da declaração de voto não deve exceder os três dias úteis anteriores à reunião.

No que concerne ao Conselho de Administração:

1. O Conselho de Administração deve incluir um número de membros não-executivos suficiente que permita garantir a eficácia da fiscalização, supervisão e avaliação dos seus membros executivos;
2. Os administradores não-executivos do Conselho devem ser em número adequado à dimensão e estrutura accionista da sociedade, não devendo em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores.

Relativamente ao Regulamento n.º 1/2007, tratava-se de uma evolução na continuidade. Os desenvolvimentos, entretanto verificados, tornaram inevitável uma nova reapreciação do enquadramento regulamentar respeitante ao governo das sociedades – com destaque para as alterações introduzidas ao CSC pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março, nas matérias respeitantes às estruturas de governo das sociedades anónimas e a consagração do artigo 245.º-A no Código dos Valores Mobiliários, no âmbito da transposição da Directiva das Ofertas Públicas de Aquisição. Basicamente, mantinha-se a estrutura e

âmbito do anterior regulamento agora revogado, excepção feita ao conteúdo do relatório anual de governação. Os deveres de transparência a cargo da sociedade e os deveres informativos dos membros dos respectivos órgãos sociais permaneciam inalterados.

Em termos substantivos, salientava-se a eliminação do conceito regulamentar de independência. O reforço da independência dos titulares dos órgãos sociais responsáveis por funções de fiscalização da vida societária foi uma das preocupações do legislador ordinário na revisão do CSC. Nesse sentido, foi adicionada a lista de incompatibilidades prevista no artigo 414.º-A do CSC e consagrado um conceito de independência no n.º 5 do artigo 414.º do CSC, regras cuja aplicação abrange, consoante o modelo de governo escolhido, os membros do conselho fiscal, os administradores não-executivos membros da comissão de auditoria, os membros do conselho geral e de supervisão e os membros da comissão para as matérias financeiras, e em face das quais perde sentido a noção regulamentar de independência. O referencial da independência dos administradores não-executivos não directamente abrangidos pelos dispositivos do CSC passa, pois, a constar dos artigos 414.º-A e n.º 5 do artigo 414.º do CSC, desta forma se assegurando a coerência do sistema, tal como consta do Ponto II.9 do Capítulo II do Anexo ao Regulamento. Com o Regulamento n.º 1/2007 passava ainda a ser obrigatória a divulgação, em termos individuais, dos montantes cujo pagamento esteja previsto, independentemente da sua natureza, em caso de cessação das funções dos órgãos de gestão durante o mandato em causa, sempre que estes excedam o dobro da remuneração mensal fixa recebida. Pretende-se, com o rigor da transparência exigida, estimular o controlo sobre as transferências remuneratórias mais relevantes. Este Regulamento entrou em vigor no dia 1 de Janeiro de 2009.

A informação a divulgar segue o modelo fixado regulamentarmente, incluindo: descrição da estrutura de governação e dos centros de decisão empresariais, utilização da *internet* para divulgar informação, política de dividendos, remuneração dos administradores, comissões de controlo internas existentes. Não é imposto um modelo rígido de governação: as Recomendações configuram-se, antes porém, como um quadro de referência relativamente ao qual as sociedades cotadas estão obrigadas a informar e se e em que grau procedem ao seu cumprimento. O mercado encarregar-se-á de ajuizar da bondade das opções tomadas quanto à governação, devendo a declaração de cumprimento respeitar os princípios gerais em matéria informativa.

4.7 TENDÊNCIAS E DESENVOLVIMENTOS. QUE FUTURO?

Como tónica comum de todos os regulamentos e normas de *corporate governance* em Portugal refere-se que aqueles documentos *permanecem abertos a apreciações e a sugestões e, como tal, sujeitos a revisões e a aditamentos*. Nesse sentido a CMVM lançou, no início de 2009, uma consulta pública sobre uma proposta de um novo conjunto de regras e recomendações de *corporate governance* aplicáveis às sociedades cotadas sujeitas à lei portuguesa. Quando for aprovado, este novo regime substituirá os regulamentos e recomendações anteriores promulgados em 2007, promovendo a introdução de requisitos mais rigorosos para as empresas com títulos cotados em Portugal. Entre as mudanças propostas, as principais áreas de preocupação regulamentar são relativas às remunerações dos administradores e aos serviços de auditoria.

Em geral, o processo de alteração do *Código de Governo das Sociedades* (bem como algumas normas adicionais sobre o tema, incluindo a legislação aprovada pelo Parlamento e pelo Governo) foi, em larga medida, motivado pelas pressões originadas pela recente crise financeira. Com efeito, algumas das recomendações internacionais e nacionais e os estudos especificamente realizados para a sua aplicação aos serviços financeiros parecem estar agora a influenciar as tendências para as regras de *corporate governance* aplicáveis aos emitentes não financeiros. Esta tendência surpreendeu um número significativo de agentes no mercado, na medida em que algumas questões relativas à regulamentação das instituições financeiras não parecem fazer muito sentido quando aplicadas a empresas de outros sectores da economia. Além disso, algumas das disposições da proposta em consulta pública (Consulta Pública da CMVM N.º 02/2009), que expressamente harmonizam as propostas nacionais e internacionais sobre o sector financeiro, não reflectem o âmbito, objectivo e pontos de vista contidos em tais propostas; nalguns casos extremos, as tendências e o excesso de regulamentação parecem ser a única explicação plausível para as soluções não habituais, as quais se referem, com maior detalhe, a seguir. Estas medidas evidenciam uma clara mudança nos padrões de *corporate governance* em Portugal, relativamente à independência dos membros do Conselho de Administração e às questões em matéria da responsabilidade, em sede de remuneração, de auditoria e de gestão de risco, áreas em que, recentemente, existiram desenvolvimentos importantes a nível europeu.

Assim, relativamente à auditoria, as principais disposições da proposta de prestação destes serviços apontam para a rotação obrigatória do auditor externo (e não apenas do auditor sénior), pelo menos, de sete em sete anos. A medida de rotação obrigatória do auditor sénior em cada período de sete anos já tinha sido aplicada em Portugal no âmbito da transposição da 8ª Directiva (Directiva 2006/43/CE). Argumentou-se, no entanto, que esta medida não é suficiente para assegurar a independência do auditor externo na sua plenitude. Num esforço para criar uma regulamentação inovadora, a CMVM apresentou esta solução, algo controversa, para consulta.

Num país sem grande historial de escândalos em sede de auditoria, esta proposta tem causado preocupações relevantes entre as empresas com títulos cotados e os auditores, na medida em que a imposição de tal ónus às empresas não é alicerçada em evidências empíricas para ser uma boa opção, podendo até ser prejudicial para a função de auditoria. Na verdade, o dispêndio de tempo e atenção necessárias para integrar, apoiar e inteirar os auditores na sua primeira auditoria relativamente às actividades da empresa teria de ser repetido periodicamente. Também os incentivos e as expectativas para um bom desempenho do auditor seriam reduzidos se a continuidade dos serviços oferecidos fosse posta em causa.

Neste âmbito, é ainda motivo de discussão a questão da proibição total da prestação de serviços conexos mas alheios à auditoria, como por exemplo a assessoria fiscal do auditor externo (ou quaisquer entidades pertencentes ao mesmo grupo ou com ele relacionadas). Tal facto leva à presunção de não independência dos auditores que é claramente contra a lógica da 8ª Directiva da Comissão Europeia (Recomendação 2002/590/CE). As sociedades com títulos cotados e os auditores argumentam nesta matéria que estes têm, de um modo geral, competências para determinar com bastante precisão se a sua independência está em causa, aquando da prestação de serviços alheios à auditoria.

Apesar de se reconhecer ser uma medida eficaz na prevenção de eventuais conflitos de interesse e de deficiente auto-avaliação por parte dos auditores, a proibição da prestação de serviços alheios à auditoria pelo mesmo auditor certamente resultará num serviço de menor qualidade e no aumento dos seus custos, na medida em que as sinergias resultantes da eventual prestação de ambos na realidade não se verificam.

Não obstante o referido, um dos principais problemas relativamente a estas propostas radica na dimensão do mercado Português, em que existe um número reduzido de fornecedores de serviços de auditoria com dimensão relevante. Consequentemente, a par do inquestionável aumento de custo a que se encontrarão sujeitas as empresas cotadas, caso estas propostas venham a ser implementadas, há também um risco significativo de práticas de concorrência desleal. Refira-se ainda um aspecto que, nesta perspectiva, é redutor destas questões consideradas obstáculos relevantes. As propostas seguem o princípio *comply or explain*, proporcionando às empresas cotadas a possibilidade de reduzir os encargos que sobre elas impenderiam.

Os aspectos da política remuneratória dos órgãos de gestão e de fiscalização das sociedades é também outra das questões fulcrais no debate sobre a *corporate governance* em Portugal. Na esteira das recomendações da Comissão Europeia sobre políticas de remuneração no sector dos serviços financeiros e sobre o regime para a remuneração dos administradores de sociedades cotadas, e segundo a legislação nacional promulgada em Junho de 2009 (Lei n.º 28/2009 de 19 de Junho), o dever de melhorar a informação, no que concerne às remunerações, será exigido tanto às instituições financeiras como às entidades com títulos cotados. Os accionistas passam a ter uma palavra a dizer sobre os pagamentos a realizar a título de remunerações, através da aprovação da política de remunerações da sociedade. A Lei n.º 28/2009 exige que o Conselho de Administração ou a Comissão de Remunerações (no caso de existir) de empresas cotadas em bolsa, submetam à apreciação e aprovação dos accionistas, numa base anual, uma declaração sobre a política de remuneração dos membros da direcção e de fiscalização da empresa. Em conformidade com a lei, as sociedades cotadas devem, além disso e anualmente, divulgar a política de remuneração dos membros daqueles órgãos (aprovada em Assembleia-geral), bem como a sua remuneração anual, tanto em termos globais como individuais. A violação destas obrigações pode conduzir à aplicação de penalidades severas.

Discutir a divulgação da remuneração individual faz sentido em países onde o próprio Conselho de Administração (ou as Comissões especializadas) distribui pelos seus membros o montante global da remuneração fixada pelos accionistas. No entanto, em Portugal, tal prática não é habitual, na medida em que os accionistas são responsáveis, directamente ou através de uma Comissão de Remunerações, da fixação da remuneração individual de cada um dos

membros dos órgãos da gestão e de supervisão.

A abordagem da proposta da Recomendação relativa às remunerações por parte da CMVM complementa claramente e visa uma maior abrangência, quando comparada com a Lei n.º 28/2009. Para além da introdução de requisitos de alinhamento da política de remunerações com os interesses da empresa a longo prazo e a redução da apetência para o risco excessivo, a proposta também estabelece um número significativo de medidas em matéria das remunerações variáveis (incluindo uma disposição relativa à restituição das remunerações pagas com base em informações enganosas) e elimina a recompensa em situações em que se verifiquem perdas.

Outras propostas de Recomendações visam a implementação de várias disposições definidas como objectivos pelos padrões europeus de *corporate governance*, como o estabelecimento de um período limitado para poder exercer o direito de opções sobre acções e títulos que integrem a componente variável da remuneração, as restrições aos pagamentos de indemnizações, a definição de critérios pré-definidos na concessão de opções sobre acções e títulos, exigindo que os directores não possam alienar a totalidade das suas acções na empresa obtidas por esta via por um determinado período de tempo, entre vários outros.

A declaração sobre a política de remunerações acima referida também está sujeita a alguns requisitos adicionais, tais como: identificação de funcionários que podem ter impacto na actividade da empresa, perfil de risco (uma tarefa difícil para as instituições não-financeiras), informações sobre pagamentos de indemnizações e valores pagos para a rescisão dos contratos dos directores. Todos os aspectos referidos demonstram uma clara tentativa de estabelecer um regime mais rigoroso do que o estabelecido nas recomendações da Comissão Europeia.

A divulgação é também um foco principal: completar a referida legislação. Os regulamentos propostos pela CMVM, requerem a divulgação da remuneração que compreende tanto a parte fixa como os seus componentes variáveis, havendo métodos de cálculo que pretendem conhecer as percentagens já pagas ou as que ainda estão pendentes. Além disso, de acordo com a proposta, todos os benefícios de pensão adquiridos pelos directores, bem como

as remunerações auferidas em empresas do grupo e em entidades controladas por accionistas de referência, devem ser divulgadas. Relativamente a este último caso, foram levantadas uma série de questões pelas entidades que responderam à consulta pública, na medida em que esta pode constituir uma intromissão em assuntos privados e sensíveis no que concerne às empresas. Este requisito, que ainda aguarda esclarecimentos por parte da CMVM, não encontra paralelismo em medidas de índole semelhante em qualquer outro país, pode muito bem conduzir a (i) divulgação de informações confidenciais em empresas terceiras, (ii) desnecessária duplicação do regime de operações com partes relacionadas, (iii) várias indefinições relativamente ao conceito de empresas controladas incluídas na formulação de recomendações do organismo regulador português.

Em conclusão, numa perspectiva ampla, a *corporate governance* é vista como um mecanismo que pode potenciar o aumento do valor da empresa. Todavia, para que o aumento do valor da empresa seja efectivo, para as empresas e para a economia como um todo, o mercado não deve não sofrer de miopia de *corporate governance*, no sentido de que todas as medidas implementadas para o seu reforço em empresas com títulos cotados deva ser entendida, pelo mercado, como um passo no sentido de uma melhor gestão e crescimento sustentável das empresas.

Num mercado como o Português, nada garante que este vá responder adequadamente à aplicação das normas de *corporate governance* nas empresas, uma vez que em muito as onera, arriscando-se a que a cura possa ser ainda pior que a doença. Nessa medida, e prevendo que os mercados estão ainda a recuperar da última crise financeira, os organismos reguladores devem optar por implementar o mínimo de regras nacionais de *governance*, ao invés de implementar regimes de *corporate governance* ambiciosos e inovadores, os quais podem muito bem ser vistos como desnecessários e prejudiciais.

CONCLUSÃO

*O universal não é um espaço, é a universalidade do olhar
que o pensa.*

(LOURENÇO, 2000: p. 114)

Os mercados financeiros, cada vez mais globalizados e integrados, colocam desafios significativos à regulação dos mercados de valores mobiliários. Ao mesmo tempo, os mercados, especialmente alguns mercados emergentes que têm sido alvo de grande crescimento nos últimos anos, têm estado sujeitos a efeitos de interacção transfronteiriça e inter-sectorial, e alguns são também susceptíveis de maiores oscilações a curto prazo, após choques económicos ou durante períodos de incerteza. Por esta razão, num ambiente global e integrado, as entidades reguladoras, muito em particular, devem estar numa posição que lhes permita avaliar a natureza de condutas através das fronteiras, de forma a assegurar a existência de mercados justos, eficientes e transparentes. O IOSCO, enquanto líder internacional das entidades reguladoras dos mercados de valores mobiliários, reconhece ser necessária a existência de mercados estáveis para o fortalecimento de economias internas desenvolvidas.

Para isso, exigem-se padrões de regulação cada vez mais elevados e uma cooperação efectiva ao nível internacional, com o objectivo da redução dos riscos sistémicos e da protecção dos investidores. A título de exemplo, cita-se o papel do IOSCO como um dos principais protagonistas nesta matéria. Não obstante, todas as entidades reguladoras devem estar preparadas para responder aos significativos desafios colocados pelos desenvolvimentos recentes operados no meio. Estes desenvolvimentos assentam, essencialmente, em seis questões nucleares: análise do meio envolvente da organização e dos seus hábitos; redistribuição dos papéis dos sectores públicos e privado; confiança pública; alteração dos esquemas de pensões; globalização económica; e abusos e fraudes à escala global. Em suma, trata-se de situações relacionadas com a forma de gerir e controlar as organizações, ou seja, dos sistemas de *governance*.

A principal divergência nos sistemas nacionais de *corporate governance*, quiçá a maior, é a diferença existente entre o padrão de *shareholding* amplamente disperso, típico dos sistemas de mercado, e o padrão de *shareholding* relativamente concentrado, típico dos sistemas de *stakeholder* ou de *blockholding*. Do que ficou expresso, parece improvável que venha a haver convergência neste âmbito da *corporate governance* num futuro próximo, muito por causa das questões culturais implícitas em cada um destes modelos de governação. Com efeito e expressando as crescentes preocupações das entidades reguladoras dos mercados, foram publicados, fundamentalmente a partir da década de 80, uma série de estudos e

trabalhos orientados para que a informação prestada aos diferentes *stakeholders*¹⁸⁶ revestisse a desejável “*true and fair view*” com vista a sustentar as suas tomadas de decisão. Como tal, reconhece-se existir não só um, mas vários sistemas de estruturar a forma como são geridas e controladas as organizações, fruto de vários condicionalismos do mundo actual, designadamente: sistemas legais, estruturas organizacionais institucionais e tradicionais, hábitos e culturas, bem como factores de influência característicos do ponto do globo onde a organização opera.

Assim, basicamente, é possível distinguir dois sistemas com características muito próprias: o sistema anglo-saxónico, orientado para o mercado de capitais, baseado em mecanismos de controlo externo, utilizando como abordagem explicativa a relação principal-agente; e o continental, orientado essencialmente para a satisfação dos vários grupos de interesse, baseando-se fundamentalmente em mecanismos de controlo interno.

Contrariamente ao que se verifica no segundo sistema, no primeiro, as regras e incentivos considerados referem-se aos que foram estabelecidos pela organização, mais do que pelos sistemas regulamentadores, legais ou políticos, ou ainda pelas características do padrão accionista. Porém, em ambos os sistemas, as decisões financeiras, as características do ambiente competitivo e a estrutura legal desempenham um papel relevante na definição e resolução de conflitos entre os agentes participantes e os agentes com interesses na organização.

À primeira vista, as vantagens do sistema orientado para o mercado são óbvias. Essas vantagens advêm de um mercado altamente líquido e muito disperso que dá acesso directo ao capital a preços eficientes às organizações que nele operam; resulta igualmente em facilidades para as novas organizações que necessitam de montantes significativos de capital. As duas vantagens estão intimamente ligadas. Por exemplo, investidores mais propensos ao risco, podem aplicar quantias elevadas em organizações que estejam a iniciar a sua actividade, porque estão confiantes que se a organização tiver um bom desempenho podem vender as suas acções no mercado na OPI. Ora, esta confiança deriva, entre outras coisas, do facto dos mercados de capitais serem, como referido, bastante líquidos e dispersos.

¹⁸⁶ Cujas abrangências, neste contexto, se viu alargada.

Dada esta vantagem óbvia dos sistemas de *governance* orientados para o mercado, parece altamente improvável que, como referido, num futuro previsível, o padrão de *shareholding* relativamente disperso encontrado nesses sistemas convirja para o padrão de *shareholding* relativamente concentrado e típico dos sistemas de *blockholding* ou sistemas de inspiração continental. Em tempos, aventava-se a hipótese de que os padrões de *shareholdings* se tornariam mais concentrados por causa do sucesso das *leveraged buy-outs*. Porém, esta hipótese não se veio a confirmar.

Também se pensava que o padrão de *shareholding* relativamente disperso e prevalente nos EUA, seria uma forma das forças políticas dirigentes limitarem o valor das acções em qualquer organização que pudesse vir a ser detida por vários tipos de instituições. Todavia, tal afigura-se pouco plausível. É quase certo que os incentivos para a diversificação e para a liquidez teriam conduzido certamente ao mesmo padrão de *shareholding* sem aquelas restrições estatutárias. De facto, como refere *Eisenberg*, *aquele padrão prevalece noutros sistemas de mercado de common-law que não tenha qualquer restrição nesse âmbito* (EISENBERG, 1999: p. 9). A questão que se coloca, então, seria a probabilidade de que o padrão de *shareholding* no sistema de *blockholding* viesse a convergir para o padrão de *shareholding* do sistema de mercado.

Ora, verifica-se que na prática, também os sistemas de *blockholder* têm vantagens e desvantagens quando comparados aos sistemas de mercado. Primeiramente, num sistema de *blockholder* podem minimizar-se os custos de agência, porque o “núcleo duro” de qualquer organização tem incentivos para acompanhar desinteressadamente a gestão, podendo este tipo de acompanhamento ser bem superior ao que se verifica no sistema de mercado. Por outro lado, esta vantagem teórica pode não ser percebida na prática, quando o “núcleo duro” e a administração são essencialmente idênticos, assim como quando o “núcleo duro” é uma família e os membros da família administram a organização. Esta vantagem pode também não ser notada quando o “núcleo” esteja sujeito às directivas da administração.

As organizações com grandes *blockholders* podem, tal como se verifica nos sistemas de mercado, serem capazes de ter uma visão de longo-prazo. Num sistema de mercado existe uma forte assimetria de informação entre administração e accionistas. Os accionistas podem não confiar nos projectos de longo prazo da organização que poderão levar a administração a

privilegiar projectos que produzam resultados imediatos. Num sistema de *blockholder* poderá não prevalecer tal assimetria. Porém, novamente esta vantagem teórica pode não ser percebida na prática se, por exemplo, o “núcleo duro” preferir receber actualmente dividendos elevados, ou se os analistas num sistema de mercado puderem avaliar planos da organização a longo prazo com fiabilidade.

É provável que determinadas mudanças em alguns elementos de *corporate governance* tenham impactos menos significativos, ou menos óbvios, em determinados grupos favorecidos, que certas mudanças noutros, podendo nem sequer requerer um alto grau de iniciativa por parte da organização. As mudanças nos padrões contabilísticos, entre outros elementos, entram nesta categoria.

Outra razão para esperar uma mudança modular é o papel dos EUA e dos países de cultura anglo-saxónica nos mercados importantes. Estes mercados tiveram três efeitos na desejável convergência:

- Primeiro, os americanos começaram a investir a um nível significativo em mercados bolsistas externos. Muitos destes investimentos foram feitos por investidores institucionais cujas participações são frequentemente materiais. Todavia, quando os investidores institucionais americanos se tornam accionistas em organizações estrangeiras, levam frequentemente a sua experiência¹⁸⁷ com eles, e pressionam no sentido de serem adoptados elementos do sistema de *corporate governance* americano.
- Segundo, pelo menos nos últimos anos, a economia americana tem tido um êxito assinalável. O sucesso leva à imitação, e isso pode conduzir à imitação do sistema americano de *corporate governance* utilizando-o como *benchmark*.
- Terceiro, um número crescente de empresas estrangeiras procurou cotar-se em bolsas de valores americanas, presumivelmente para baixarem o seu custo de capital e aumentarem o seu acesso a novos capitais.

¹⁸⁷ Obviamente a experiência americana.

Atente-se que:

A partir do final de 1998, quase 400 organizações não americanas viram os seus títulos cotados na NYSE. Estas cotações de títulos estrangeiros representaram 13% das cotações totais da NYSE, e 9% do total do volume de títulos transaccionado pela NYSE. A NYSE tem feito da expansão rápida das cotações das organizações não americanas uma prioridade principal. Entre o começo de 1993 e o final de 1996, o número de tais companhias cotadas na NYSE mais que duplicou, e só em 1997, a NYSE cotou um recorde de 63 novas organizações não americanas.

Do mesmo modo, no final de 1996, havia mais de quatrocentas cotações no NASDAQ, e mais de sessenta nas Bolsa de Valores americanas, além das cotações da NYSE. As empresas estrangeiras cotadas nos mercados americanos incluem algumas das organizações europeias mais importantes¹⁸⁸.

(EISENBERG, 1999: p. 9)

Estas situações têm fortes implicações na necessidade de convergência. Uma acção que seja cotada numa Bolsa de Valores americana tem de obedecer a determinados requisitos e fica sujeita à aplicabilidade de determinadas normas de *governance* previstas nos seus regulamentos internos. Actualmente, a SEC proporciona várias benesses às organizações estrangeiras cotadas nas bolsas americanas, nomeadamente: informação interina com base no país de origem e na prática da Bolsa de Valores, em lugar de relatórios trimestrais; isenção das regras de procuração; isenção dos relatórios internos (*insider-reporting*) e dos *short-swing-profit recovery provisions*; divulgação das remunerações globais dos executivos de forma agregada em lugar das remunerações individuais, caso seja permitida no país de origem da organização; e aceitação das IAS relativas às demonstrações dos fluxos de caixa, combinações empresariais e operação em economias hiperinflacionárias.

Apesar destas excepções, existem importantes elementos de *governance* que, nos EUA, são igualmente aplicáveis às organizações estrangeiras¹⁸⁹. Por exemplo:

¹⁸⁸ Por exemplo, a *Daimler Chrysler* (que cotou quando ainda era *Daimler Benz*), a *SOLAPE*, e a *Hoeschst* estão todas elas cotadas na NYSE, e a *Siemens* manifestou intenção de se ver cotada naquela Bolsa.

¹⁸⁹ Por exemplo, em determinadas situações, exige-se que sejam elaborados relatórios sempre que qualquer entidade adquira ou possua mais que 5% de qualquer classe de títulos registados, e por qualquer grupo de accionistas que ajam em conjunto com a finalidade de adquirir, deter, votar, ou dispor de tais títulos. Inclusivamente, até mesmo para entidades que possuam menos que 5% de determinada classe de títulos

Durante os últimos cinco anos, aumentou dramaticamente o número de organizações estrangeiras que têm acesso aos mercados públicos norte-americanos. A partir de 1 de Fevereiro de 1998, havia mais de 1000 organizações estrangeiras de 55 países que depositavam relatórios periódicos na Comissão.

(EISENBERG, 1999: p. 10)

Assim, foram as economias orientadas para os mercados que tomaram a dianteira, como aliás seria de esperar, na tentativa de harmonizar, ou pelo menos minimizar, as diferenças latentes entre os vários sistemas existentes. *Harmonizar não é substituir, não é uniformizar, consistindo, ao invés, em eliminar os pontos, os aspectos que podem conflitar, que podem causar atrito.* (PIRES, 2000: p. 10)

Neste contexto, surgiram, respectivamente em 1987 nos EUA e em 1985 no Canadá, os relatórios *Treadway* e *Macdonald* que visavam essencialmente a informação financeira e não financeira fidedigna, socorrendo-se, para isso, dos comités internos de auditoria. As recomendações de ambos os trabalhos procuravam regulamentar o funcionamento, composição e características desses comités.

Já na década de 90, nos EUA e na sequência de recomendações do relatório *Treadway*, o COSO elaborou um relatório que abordava o controlo interno das organizações numa perspectiva integrada, envolvendo a administração, os comités de auditoria, os auditores internos, os auditores independentes, entre outros, definindo um padrão através do qual podia ser avaliado o controlo interno e determinar a melhor forma de o aperfeiçoar.

Embora a divulgação da *corporate governance* tenha ganhado a importância que se lhe reconhece a partir da prática corrente nos EUA, o *Cadbury Code*, resultante de um trabalho encomendado em 1991 pela LSE, alcançou-se a ponto de referência na matéria a nível mundial. O relatório de *Sir Adrian Cadbury* concentrou essencialmente a sua análise nas seguintes áreas: responsabilidade dos membros dos Conselhos de Administração; composição dos comités de auditoria; responsabilidade dos auditores externos; canais de comunicação da

registados são exigidos os relatórios atrás citados, desde que pertençam ou pretendam pertencer a um grupo que aja conjuntamente para deter mais de 5% dos títulos registados.

informação. O *Cadbury Code* foi posteriormente complementado com o relatório de *Greenbury* que teve a função de tratar de modo específico a questão da forma de remunerar os executivos, ainda esta já tivesse sido genericamente abordada no relatório de *Cadbury*.

Na segunda metade da década de 90 e também no Reino Unido, a LSE, reconhecendo o impacto fortemente positivo que os relatórios anteriores tinham tido no “*bom governo*” das organizações, promoveu a elaboração de novo estudo que analisasse a *governance* numa perspectiva mais abrangente, englobando a totalidade dos controlos: operacionais, financeiros, de conformidade e, como inovação, também os relativos aos riscos do negócio. Este novo código, cuja comissão de estudo foi dirigida por *Sir Ronald Hampel* viria, após alguns relatórios intercalares, a entrar em vigor no Reino Unido, em 1998.

O reconhecimento da importância do problema levou também determinados organismos multinacionais, designadamente a OCDE e a *Commonwealth*, a debruçarem-se sobre a questão. Assim, foram emitidos, em Abril de 1998, os *OCDE Principles of Corporate Governance* e, em Novembro de 1999, os *Principles for Corporate Governance in the Commonwealth*.

Na UE, o nosso espaço de influência, a matéria, embora candente, ainda se encontra bastante desregulamentada. A comunidade não tem conseguido colocar-se de acordo sobre a harmonização ou pelo menos convergir em várias matérias¹⁹⁰ e, por isso, como visto, foram os vários Estados-membros, cada um por si, a abordarem o problema. Muitos destes países foram inspirar-se na abordagem da OCDE, como acontece no caso português.

Contudo, apesar dos sistemas de *governance* apresentarem grande multiplicidade¹⁹¹, há preocupações que sempre existirão em todos eles, designadamente: direitos e obrigações dos accionistas, estrutura do órgão de administração, activismo dos investidores institucionais, ausência de cláusulas anti-OPA e, fundamentalmente, a informação divulgada. Por isso, foi com muito agrado que se acolheu a publicação, em Outubro de 2009, das recomendações da CMVM relativas ao *governo das sociedades* que, embora não tendo a profundidade da

¹⁹⁰ A *corporate governance* é apenas uma delas.

regulamentação existente noutros mercados mais desenvolvidos, não deixa de constituir um passo muito importante para a melhoria da *governance* a nível nacional.

É certo que, a dimensão portuguesa em termos bolsistas e o tipo de organizações cotadas têm especificidades muito próprias e, talvez por isso, neste primeiro ano (2000), em que as recomendações teriam aplicabilidade, a experiência não foi de modo algum satisfatória. Como refere *Almoster, um terço das empresas cotadas não cumpriu as regras da CMVM* (ALMOSTER, 2000: p. 1). Porém, espera-se que, a exemplo do que se verifica noutras paragens, também entre nós, a actuação da CMVM neste âmbito permita a desejada melhoria ao nível da *corporate governance* em geral, e da informação financeira e não financeira divulgada pelas organizações, em particular. Aliás, como decorre da leitura da introdução àquelas recomendações, conclui-se que se pretende que estas *sejam entendidas como recomendações de e para o mercado. Assim, este é um documento aberto a apreciações e sugestões e, como tal, sujeito a revisões e a aditamentos.*

O tema da *corporate governance* ganhou especial relevância na sequência dos grandes escândalos financeiros internacionais (asiáticos primeiro, americanos e europeus depois), pelo que o grande desenvolvimento verificado, a partir dos anos 90, encontra-se associado à necessidade de combater fraudes e facilitar o acesso das empresas ao mercado de capitais, tendo em vista os princípios de transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade social. A *corporate governance* surgiu igualmente como mecanismo de protecção aos direitos dos accionistas minoritários e como garantia de que estes não seriam espoliados da sua riqueza por gestores ou accionistas maioritários.

A *corporate governance* não deve, no entanto, ficar confinada a tais características. O seu papel é muito mais abrangente, como foi possível verificar neste trabalho. As boas práticas de *corporate governance*, além de controlar e monitorar negócios, possibilitam à gestão conciliar anseios e expectativas várias, ou seja, a estratégia da organização deve contemplar a satisfação de todos os grupos de interesse que a rodeiam: accionistas, colaboradores, clientes, fornecedores, e a sociedade com um todo.

¹⁹¹ Como referido, identificam-se basicamente dois: o sistema anglo-saxónico e o sistema continental.

Nesse sentido, o foco das organizações deve ir muito além do retorno ao accionista. As boas práticas de *corporate governance* podem ser directamente associadas com os aspectos básicos de responsabilidade social. Ambos os conceitos apresentam princípios como ética e transparência no relacionamento com accionistas, com o mercado, com o governo ou com a sociedade. Logo, responsabilidade social e *corporate governance* estão relacionadas na sua essência: são fundamentais para que a empresa gere riqueza e valor para todos os grupos de interesse e garanta a sua perenidade, numa base sustentável.

Espera-se, assim, que o intercâmbio e a troca de experiências mercado-organizações-mercado se verifique, a fim de que possa ser alcançado o desiderato que, aqui se julga, todos ambicionam: informação financeira e não-financeira fidedigna, transparente e responsável, que sustente a tomada consciente de decisões e instigue a confiança dos investidores e dos mercados.

Como se demonstrou, a aplicação da regulamentação da *corporate governance* abrange, fundamentalmente, as sociedades com títulos cotados. Nesta matéria, a legislação e normativos têm sido, de facto, muito direccionados para este tipo de sociedades. Porém, a abordagem tem sido generalista procurando adaptar a legislação geral sobre sociedades existente e regulando separadamente alguns aspectos a que se encontrem obrigadas exclusivamente as sociedades com títulos cotados. Neste âmbito, todas as organizações poderão aplicar as mesmas normas (as quais, eventualmente, servirão como referência) ainda que de modo voluntário. O binómio custo-benefício terá aqui toda a aplicabilidade, pelo que, por certo, a estrutura e reduzida dimensão de algumas destas organizações será impeditiva para a sua adesão a estas práticas.

A regulamentação em matéria de *corporate governance* tem assumido o carácter de recomendações assistindo-se à transposição para o plano regulamentar de alguns aspectos susceptíveis de maior conflitualidade, salientando-se a obrigação de informação relativa ao cumprimento ou ao seu não cumprimento e respectiva justificação, segundo a filosofia *comply or explain*.

A Informação relativa a *corporate governance* passou, em Portugal e em consonância com o que vem sendo prática na UE, a integrar um relatório detalhado sobre a estrutura e as práticas de governo societário a ser divulgado pelas sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado, devendo ser entendido enquanto exercício de reflexão crítica e tomada de posição, pela sociedade, sobre as sãs práticas do governo das sociedades.

Finalmente, como tópicos para futuros trabalhos, sugere-se o estudo das sinergias que se poderão gerar por via da adopção simultânea de boas práticas de *corporate governance* e de responsabilidade social; analisar até que ponto a adopção voluntária das normas e regulamentos de *corporate governance*, por sociedades e organizações que a eles não estejam obrigados, será/continuará a ser factor gerador de valor e riqueza, em conformidade com os anseios e expectativas dos vários grupos de interesse. Será, nesta linha, igualmente interessante perceber e avaliar a partir de que nível de dimensão e estrutura se revelará sustentável e adequado a adopção daquelas normas e princípios por estas organizações.

BIBLIOGRAFIA

AAVV, (1999-1), *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários n.º 5*, Edição da CMVM, Coimbra Editora, Agosto.

AAVV, (1999-2), *“Governo das sociedades – Recomendações da CMVM”*, Boletim informativo do IMC n.º 4, pp. 13 a 14, Outubro.

AAVV, (2000), *“Bolsas Harmonizadas”*, in *Semanário Portugal Empresarial*, n.º 4, p. 2, Edição da Associação Empresarial Portuguesa, 20 de Julho.

Almeida, Carlos Ferreira de, (2000), *“O Código dos Valores Mobiliários e o Sistema Jurídico”* in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários n.º 7*, Edição da CMVM, Coimbra Editora, pp. 20 a 47, Abril.

Almofter, Paulo, (2000), *“Um terço das empresas cotadas não cumpre regras da CMVM”*, *Diário Económico*, 7 de Julho, pp. 1 e 17.

Alpalhão, Rui, (1999), *“Da empresa pública à empresa blindada?”* in *Suplemento Management*, *Semanário Económico* n.º 676, p. IX, 24 a 30 de Dezembro, Lisboa.

Alves, Paulo, (1999), *“Mercado de Acções da Bolsa de Valores de Lisboa – Uma perspectiva positiva”* in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários n.º 6*, Edição da CMVM, Coimbra Editora, pp. 71 a 89, Setembro/Dezembro.

Amat, Oriol, Blake, Jonh, (1996), *Contabilidade Europeia*, Asociación Española de Contabilidad Y Administración de Empresas (AECA), Monografias, Ediciones Gráficas Ortega.

Andrés Alonso, Pablo de, (1998), *“La tragedia del Rey Lear y el gobierno de la empresa”*, Boletín AECA n.º 46, pp. 24 a 27, Marzo – Junio.

Belkaoui, Ahmed Riahi, (1994), *Accounting Theory*, Third Edition, The Dryden Press, London, UK.

Becht, Marco, Bolton, Patrick e Röell, Ailsa, (2005), *“Corporate Governance and Control” in ECGI Working Paper Series in Finance, Finance Working Paper N.º 02/2002 (Updated August 2005), ECGI.*
<http://www.ssrn.com/link/ECGI-Fin.html>

Borges, António, Ferrão, Martins, (1998), *A Contabilidade e a Prestação de Contas*, 7.^a edição, Julho, Editora Rei dos Livros, Lisboa.

Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., (1999), *Princípios de Finanças Empresarial*, 5.^a edição, McGraw-Hill de Portugal, Lisboa.

Brooks, Leonard J., (2000), *Business & Professional Ethics for Accountants*, 2.^a edição, Fevereiro, South Western College Publishing, Ohio.

Câmara dos Revisores Oficiais de Contas, (199?), *Manual do Revisor Oficial de Contas*, CROC, Lisboa.

Cardoso, Jaime Fidalgo, (1996), *“A permanência da mudança”*, Revista *Executiv Digest*, nº 18, Abril.

Carvalho, Luís Nandim de, (2000), *“Chegou a hora da governance nas empresas”* in Suplemento *Management*, Semanário Económico n.º 680, pp. XIV e XV, 21 a 27 de Janeiro, Lisboa.

Chércoles Blazquez, Javier, (2000), *“El informe Hampel sobre el “Gobierno Corporativo”: El “Combined Code”*” in *Partida Doble*, nº 110, pp. 74 a 79.

Choi, Frederick D.S., (1996), *International Accounting and Finance Handbook*, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc., New York, EUA.

Coelho, Maria Helder, (1998), in VII Jornadas de Contabilidade e Auditoria – Actas do Congresso”, Edição ISCA’s, Coimbra.

Costa, Carlos Baptista da, (1998), *Contabilidade Financeira*, 2.ª edição, Outubro, Vislis Editores, Lisboa.

Dean, Dan R. Dalton e **Daily**, Catherine M., (1999), *“Directors and Shareholders as Equity Partners? HANDLE WITH CARE”* in *Compensation & Benefits Review*, Vol 31, nº 1, pp.73 a 79, Janeiro/Fevereiro

Decreto-Lei n.º 262/86, (1998), *Código Comercial – Código das Sociedades Comerciais – Legislação Complementar*, Governo da República Portuguesa, 10ª edição, organizado por Caeiro, António e Serens, M.Nogueira, Março, Livraria Almedina, Coimbra.

Delaney, Patrick R., **Adler**, James R., **Epstein**, Barry J. e **Foran**, Michael F., (1996), *GAAP 97 – Interpretation and Application of Generally Accepted Accounting Principles*, John Wiley & Sons, Inc., New York, EUA.

Déminor, (1998), *The 1997 Déminor Corporate Governance Survey*, <http://www.deminor.be/html/en/CoGo/research Evolution.html>.

Eggertsson, Thráinn, (1995), *Economic Behavior and Institutions*, Reimpressão, Cambridge University Press, Cambridge.

Eisenberg, Melvin A., (1999), “*The Prospects for Global Convergence of Corporate Governance*”, in *XXIV Annual Conference of the International Organization of Securities Commissions-Panel 5 - "Corporate Governance of Public Companies in a Context of Growing Cross-Border Investment"*.

<http://www.cmvm.pt/NR/exeres/3DC0A870-BE65-4811-B091-E674E3E3971E.htm>

Epstein, Barry J. e **Mirza**, Abbas Ali, (1997), *IAS 98 – Interpretation and Application of International Accounting Standards*, John Wiley & Sons, Inc., New York, EUA.

Esteves, Manuel, (2000), “*80% dos administradores das cotadas ligados aos accionistas*” in *Mercados e Finanças*, Diário Económico, p. 22, 8 de Junho, Lisboa.

Fernández, Ana Isabel e **Gómez Ansón**, Silvia, (1999), “*El gobierno de la empresa: mecanismos alienadores y supervisores de las actuaciones directivas*”, *Revista española de financiación y contabilidad*, n.º 100, pp. 355 a 380, extraordinario 1999.

Fischer, Paul M., **Taylor**, William J., **Cheng**, Rita H., (1999), *Advanced Accounting*, Seventh Edition, South-Western College Publishing, Cincinnati, Ohio, U.S.A..

Franks, Julian, **Mayer**, Colin, (2002), *Corporate Governance in the UK – contrasted with the US system*, CEsifo Forum, pp. 13-22, ABI/INFORM Global

García Benau, M. Antonia, **Láñez Gadea**, J. Antonio, e **Monterrey Mayoral**, Juan (1996), *Contabilidad para la Empresa Multinational*, Ediciones Pirámide, Madrid.

Gray, S.J., **Shaw**, J.C., e **McSweeney**, L.B., (1981), “*Accounting standards and multinational companies*”, *Journal of International Business Studies*, Primavera/Verão.

Grupo Legal Português, (1999), “*As novas regras para o Governo das Sociedades Cotadas*” in *Suplemento Management*, *Semanário Económico* n.º 675, pp. XIV e XV, 17 a 23 de Dezembro, Lisboa.

Holmes, Geoffrey, **Sugden**, Alan, (1999), *Interpreting company reports & accounts*, Seventh Edition, Financial Times/Prentice Hall, Pearson Education Limited, Essex, UK.

Hopt, Klaus J., **Leyens**, Patrick C., (2004), “*Board Models in Europe: Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy*” EGCI Working Paper Series in Law, Working Paper N.º. 18/2004, <http://ssrn.com/abstract=487944>, acedido em 10/08/04.

Hoyle, Joe B., (1994), *Advanced Accounting*, Fourth Edition, Richard D. Irwin, Inc., New York, EUA.

IASC, (1999), *International Accounting Standards 1998*, Accountancy International Edition, Outubro, London.

Kieso, D., e **Weygandt**, J., (1998), *Intermediate Accounting*, John Wiley & Sons, Inc., 9th Edition, New York.

Lannoo, Karel, (1996), *“Future directions for corporate governance in Europe”*, http://ecu-activities.be/1996_1/lannoo.htm, Janeiro.

Lei Constitucional n.º 1/97, (1999), *Constituição da República Portuguesa – Lei do Referendo*, Assembleia da República, Outubro, Porto Editora, Porto.

Lourenço, Eduardo, (2000), *“Intranscendência cultural”* in Ensaio, Revista Visão, n.º 388, p. 114, 17 a 23 de Agosto, Lisboa.

Machado, José R. Braz, (1998), *Contabilidade Financeira – Da perspectiva da Determinação dos Resultados*, Setembro, Protocontas, Lisboa.

Maeder, Raymond, (1998), *“La comptabilité à l’heure du gouvernement d’entreprise”* in Revue Française de Gestion, n.º 121, pp. 80 – 129, Novembro-Dezembro.

Mayer, Colin, (1996), *“Gouvernement d’entreprise, concurrence et performance”* in Revue Économique de l’ OCDE, n.º 27,1996/II, pp. 7 a 37.

McCahery, Joseph A., Moerland, Piet, Raaijmakers, Theo e Renneboog, Luc, (2002), *Corporate governance regimes: convergence and diversity*, 1th Edition, Oxford University Press Inc., New York.

Nobes, C., e Parker, R. (1995), *Comparative International Accounting*, 4th Edition, Prentice Hall, London.

OCDE, (1999), *OCDE principles of Corporate Governance*, <http://www.oecd.org/daf/governance/principles.htm>, Maio.

Oliveira, João M., (1999), “*A ética na gestão e fiscalização das sociedades*”, in Suplemento *Management*, Semanário Económico n.º 651, p. II, 2 a 8 de Julho.

Pires, Manuel, (2000), “*Harmonização Fiscal: Uma caixa de Pandora?*” in *Economia e Internacional* – 2ª Caderno, Jornal Expresso, Edição n.º 1450, p. 10, 12 de Agosto.

Rodrigues, Ricardo, (2000), “*Metade do rendimento é controlado pelo Estado*” in *Economia-Análise*, Diário Económico, p. 3, 27 de Maio, Lisboa.

Ros Cerezo, Rafael Mateu de, (2004), *La Ley de Transparencia de las Sociedades Anonimas Cotizadas*, Editorial Aranzadi, 1ª Edição.

Ross, L. Watts e **Zimmerman**, Jerold L., (1986), *Positive Accounting Theory*, Prentice Hall, London.

Short, Helen, **Keasey**, Kevin, **Wright**, Mike e **Hull**, Alison, (1999), “*Corporate governance: from accountability to enterprise*”, *Accounting and Business Research*, Volume 29, n.º 4, pp. 337 a 352, Autumn 1999.

Stoner, James A.F. e **Freeman**, R.Edward, (1995), *Administração*, 5ª edição, Prentice Hall do Brasil, Rio de Janeiro.

Vafeas, Nikos, (1999), “*The nature of Board Nominating Committees and their role in Corporate Governance*”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Volume 26, n.ºs 1 e 2, pp. 199 a 225, January/March.

Vinten, Gerald, (1998), “*Corporate Governance: na international state of the art*” in *Managerial Auditing Journal*, pp. 419 a 431, 13 de Julho.