
ESTUDO DE CASO

OS MODELOS DE CORPORATE GOVERNANCE E A SUA
IMPLEMENTAÇÃO EM PORTUGAL: O Setor do Retalho Alimentar

Pedro Miguel Campinos Pintor

Dissertação

Mestrado em Economia e Administração de Empresas

Orientador:

Professor Doutor Helder Manuel Valente da Silva

2020

Nota Biográfica

Pedro Miguel Campinos Pintor, natural de Albergaria-a-Velha, Portugal, nasceu a 22 de maio de 1993, em Aveiro. Após concluir o ensino secundário em 2012, ingressou na Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, na Licenciatura de Gestão, que concluiu em 2016. Durante esse período teve oportunidade de participar em várias atividades académicas e associativas. Em 2013 e 2014 foi membro do Núcleo de Estudantes de Gestão, da Associação Académica de Coimbra. Em 2015 foi eleito, pelos seus pares de faculdade e em sua representação, para a Comissão Central da Queima das Fitas, ocupando o cargo de Tesoureiro da Queima das Fitas – Coimbra 2015. Esse evento contabilizou um saldo positivo superior a 500 mil euros. Em 2016 foi eleito Administrador da Direção Geral da Associação Académica de Coimbra, enquanto terminava a licenciatura. Em 2017, após concluir o mandato na DG/AAC mudou-se para o Porto, onde ingressou no mestrado de Economia e Administração de Empresas, na Faculdade de Economia do Porto. Em 2018, ao abrigo do programa Erasmus+ realizou, em Granada, Espanha, um estágio de 3 (três) meses, onde teve oportunidade de conviver com uma cultura diferente e sedimentar as suas aptidões linguísticas ao nível do Espanhol e do Inglês.

Em 2019 abraçou o seu primeiro desafio profissional, tendo ingressado na Sonae MC, no programa de futuros líderes do retalho, denominado *Future Leaders @ Retail*. Em janeiro de 2020, assumiu funções na Direção de Prevenção de Quebra, estrutura integrante da Direção de Proteção de Ativos da Sonae MC, ocupando a função de *Business Analyst*. Conciliou durante o último ano e meio a vida profissional com a conclusão da presente dissertação.

“Aquele que pensa positivo vê o invisível, sente o intangível e alcança o impossível.”

Winston Churchill (1874-1965)

Agradecimentos

O presente espaço destina-se a prestar os devidos agradecimentos a quem me acompanhou nesta caminhada. Primeiro em Coimbra [2012-2016], depois no Porto [2017-2019] e agora, de forma alternada, entre Matosinhos e Albergaria-a-Velha [2020]. Muitas foram as pessoas que ao longo destes últimos 8 (oito) anos se cruzaram na minha vida, nomeadamente durante todo o tempo de preparação, redação e apresentação deste estudo, contribuindo de forma, mais direta ou indireta, para a sua realização. Sendo provável que me esqueça de alguém, apresento desde já as minhas desculpas.

Começo assim por agradecer ao Professor Doutor Hélder Valente Silva, que desde a primeira hora se mostrou disponível para me orientar neste trabalho. Obrigado por todas as dicas e por todos os conselhos. Apesar das intermitências na elaboração deste trabalho esteve sempre presente, mesmo que ausente fisicamente, devido à pandemia Covid-19. Quero ainda agradecer a todos os professores, sem exceção, da Faculdade de Economia do Porto, neste caso na pessoa do Professor Doutor Manuel Graça, na qualidade do Diretor do Mestrado em Economia e Administração de Empresas, com quem tive a oportunidade de privar. Muitos foram os contributos teóricos e empíricos. A todos o meu sincero Obrigado!

Uma palavra especial para @s colegas, da FEP, com quem mais de perto partilhei parte dos meus dias, em alguns casos noites de trabalho e estudo, nomeadamente à Carla Calais, ao André Pires, ao Vitor Madeira, ao David Moura, ao Hélio Rebelo, ao Tiago Pinto, ao Joel Silva, à Ana Chorusa e ao Henrique Moreira. Num segundo momento ao Fábio Simão, à Mariana Martins, ao Diogo Teixeira, à Isabel Cardoso, ao Filipe Palas e o meu amigo brasileiro, Marcos Gomes.

De Coimbra uma palavra de apressado e agradecimento ao meu padrinho Rui Coelho, ao meu colega e amigo André Miranda, ao conimbricense João Ribeiro, ao Flávio José, à estudiosa e dedicada Catarina Cavaleiro e a todos aqueles, mesmo que não nomeados, que de alguma forma marcaram a minha passagem pela Cidade dos Estudantes.

Uns de Coimbra, outros do Porto, outros de vivências e experiências que marcaram este meu percurso que agora caminha para o seu fim. Muitas e muitos foram aqueles que “levo comigo para a vida”, ou que de algum modo me marcaram de forma veemente e por isso não poderiam ficar esquecidos. Ao meu grande amigo Francisco Sarmento, companheiro de todas as horas, um enorme obrigado por teres comigo partilhado alguns dos maiores desafios a nível associativo. Fora dos meandros associativos foste dos que esteve sempre lá e que por

aí continua, sempre e quando eu mais precisei. Obrigado Sarmento. Ao Luís Paulo, mais conhecido por F7, por toda a amizade e conhecimento partilhado ao longo dos tempos da faculdade. À Elisabete Santos, cúmplice de muitos momentos durante um grande período de tempo; vivemos, crescemos, partilhámos e fomos felizes. Hoje este encerrar de ciclo também se deve, numa certa parte, a ti. Obrigado por tudo! Ao meu amigo André Gomes, alguém com uma personalidade bastante vincada, mas com quem tive oportunidade de aprender e crescer, quer a nível pessoal, quer a nível associativo e mesmo a nível profissional. Obrigado! Ao Luís Lobo, avô de praxe mesmo sem saber, foi contigo que partilhei muitos dos bons momentos da nossa eterna Académica. Hoje a amizade prevalece e serás sempre daqueles com que sei que posso contar. De forma mais geral, uma palavra para todos os colaboradores da Associação Académica de Coimbra; a Fátima, a D. Lurdes, a Ana Paula, o Zé Barros, a Tânia, a Regina e tantos outros com quem aprendi sendo vosso patrão; e hoje, quando aí regresso, sei que me recebem de braços abertos com o carinho de sempre. A todos os colegas da Direção Geral da Associação Académica de Coimbra de 2016, nomeadamente o meu Presidente José Dias e o meu Tesoureiro José Pedro Gaspar, e da Comissão Organizadora da Queima das Fitas, de 2015, com quem tive a oportunidade de muito aprender. Foram dois dos melhores anos da minha vida e isso só foi possível graças a todos vocês. Obrigado a todos.

Não poderia deixar de agradecer também a todas as pessoas fantásticas que fui conhecendo, na Sonae, ao longo do meu percurso profissional. Deste modo, na pessoa da Dra. Paula Abreu, gostaria de agradecer todas as oportunidades que me têm dado de crescimento profissional, mas também pessoal. Um obrigado ainda ao Simões, ao Daniel e a todos os colegas da Direção de Prevenção de Quebra, da Sonae MC.

Numa vertente mais pessoal uma palavra de bem-haja e sincero agradecimento:

Aos 5 (cinco) – conhecemo-nos desde tenra idade, a certa altura cada um seguiu o seu caminho e, anos mais tarde, retomámos o contacto. Ao André (e à Beta), à Jéssica (e ao Bruno), à Fabíola e à Salomé o meu muito Obrigado.

Ao Marco Ferreira (e à Andrea), o meu *patcholi*, uma palavra sentida de reconhecimento por todo o apoio, pelos risos e pelas lágrimas e, porque quando precisei, estiveste sempre lá. Uma amizade de largos anos, primeiro em Albergaria, depois em Coimbra e, agora, para sempre.

Ao Miguel Domingues e ao Luís Sá obrigado por todas as visitas a Coimbra e pela vossa sincera amizade. Mesmo quando estive mais ausente vocês estiveram sempre lá. Obrigado!

À Jéssica Ferreira, além de colega de mestrado uma grande amiga, o meu obrigado pelos

conselhos, pelos alertas, pela disponibilidade. Às gémeas, Judite e Silvina, que mesmo distantes estão, sempre, lá prontas para um café. Obrigado, meninas!

Ao Gustavo Valente, amigo *avec*, com quem gosto sempre de estar e partilhar momentos. Conhecemo-nos no “Agarra a Papoila 1.0” e estou certo que ainda temos muitas “flores” para colher por esse mundo fora.

Ao Pedro Monteiro, amigo de outras andanças, obrigado pela tua assertividade, a tua objetividade e, principalmente, por todos os teus conselhos. Um excelente exemplo de alguém humilde, capaz e bem-sucedido. Uma inspiração e demonstração de que quando trabalhamos as coisas acontecem mais facilmente. Muito obrigado por me teres acompanhado nesta etapa.

Para a Gorete Rato uma palavra muito especial. Conhecemo-nos não há muito tempo, mas, de um âmbito de *mentoring* passamos para uma boa amizade; pelo menos eu considero-a assim. Sempre disponível, sempre com a palavra certa quando o momento parece mais confuso. Se hoje termino mais esta etapa também é, em certa medida, graças a si e a todos os seus sábios conselhos.

Para o Miguel Ângelo Teixeira um cordial abraço. Iniciámos, na reta final da minha dissertação, um trabalho bastante desafiante, tendo em vista o alcançar de conjunto alargado de objetivos e não apenas aquele que me levou a conhecer-te. Este é #1 de muitos e, independentemente do sucesso dos restantes, já valeu a pena ter-te conhecido. Obrigado!

Antes de agradecer, individualmente, aos meus mais próximos tenho de deixar um agradecimento sentido e especial à Rita. Entraste na minha vida de forma subtil. A tua maturidade, a tua compreensão, o teu carinho, a tua atenção, os teus conselhos, as tuas palavras certas no momento certo e quando tudo parecia mais cinzento, fazem de ti alguém muito especial, neste momento, para mim. Se as palavras são insuficientes para te definir, são também insuficientes para te agradecer tudo o que fizeste para que hoje fosse possível fechar mais este ciclo na minha vida. Sei do teu orgulho e tu sabes do meu reconhecimento pela extraordinária pessoa que és. Obrigado!

Por fim, mas nada menos importante, a toda a minha família que foi e, estou certo, que sempre será o meu maior pilar de vida. Tias e tios, primas e primos, madrinha e padrinho; avô – o meu mais sincero Obrigado!

Falar de família é falar de amor, de coragem, de sacrifício, de carinho e, por isso, reservo as minhas últimas palavras para as pessoas mais importantes da minha vida.

À minha mãe, minha Rainha, não existem palavras que possa escrever que simbolizem tudo

o que vivemos durante este meu percurso. Só tu e eu sabemos o quanto saborosa é mais esta vitória. Ao encerrar este capítulo sei que te deixarei muito orgulhosa. Eu e o mano estaremos eternamente gratos por tudo o que fazes por nós. Todos os Obrigados serão sempre insuficientes.

Ao meu pai, o Sol da minha vida, sei o esforço diário que fazes para nos veres felizes e realizados. Apesar de tudo, sabes que tanto eu como o mano, estaremos eternamente gratos por tudo.

A ti meu puto: obrigado por toda a paciência, as chamadas de atenção e a camaradagem que temos vindo, de forma crescente, a partilhar. Não somos perfeitos, mas juntos somos sempre muito mais fortes. Obrigado por estares sempre presente na minha vida. Seguimos #juntos!

Resumo

O tema do *Corporate Governance* (em português o conceito é traduzido por governo das sociedades) tem sido amplamente estudado e discutido nas últimas décadas. Várias teorias surgiram no sentido de melhor explicar o conceito, tais como a *Agency Theory*, a *Stewardship Theory*, a *Stakeholder Theory* e a *Network Governance Theory*. A importância da sua aplicabilidade é facilmente demonstrável se analisarmos que falhas neste domínio resultaram em vários escândalos ao longo dos anos.

O modelo de *governance* varia consoante a geografia, o enquadramento legal e as medidas implementadas em cada país. Importa, assim, notar que diferentes modelos poderão originar diferentes resultados, não sendo aos dias de hoje possível identificar um deles como o modelo ideal. Quando o tema é o *governance* também o tema da liderança tende a emergir, uma vez que são os líderes os responsáveis por traduzir, ou não, a sua atuação numa boa governação, mas também numa boa gestão.

Tendo por base os dados públicos conhecidos, nomeadamente de 2012 e 2019, das principais empresas do retalho (alimentar) em Portugal, procurar-se-á, com recurso à metodologia de estudo de caso, analisar as diferenças entre cada organização da amostra, dando foco, principalmente, à estrutura de propriedade, à estrutura de *governance*, à estrutura de capital e à composição do Conselho de Administração.

De entre os vários competidores analisados destacam-se a Sonae e a Jerónimo Martins, empresas responsáveis por mais de metade do *market share* em território nacional, sendo certo que, especificamente estas duas empresas, apresentam modelos de *governance* dispare. No caso do grupo dominado pela família Azevedo, a Sonae, adota o modelo monista, sendo que por outro lado, no caso da Jerónimo Martins, empresa dominada pela família Soares dos Santos, estamos perante o modelo anglo-saxónico.

Classificação JEL: G32, G34, L81, M 14

Palavras-chave: Governo das Sociedades, Retalho Alimentar, Liderança, Estrutura de Propriedade, Empresa Familiar, Diversidade e Igualdade de Género

Abstract

The Corporate Governance theme has been widely studied and discussed in the last decades. A variety of theories emerged aiming to better explain the concept, such as Agency Theory, a Stewardship Theory, a Stakeholder Theory e a Network Governance Theory. The importance of its applicability is easily verifiable if we analyse the mistakes that originated a variety of scandals over the years.

The governance model varies with the geography, legal framework and implemented measures in each country. It's then important to note that different models might achieve different results, being impossible in the current day and age to identify an ideal model. When the theme is governance, leadership tends to be part of the conversation, since the leaders are responsible for translating, or not, their actions into not only good governance but also good management.

Having as its base the public data available, namely from 2012 and 2019, from the main (food) retail companies in Portugal. As a case study, analyse the differences between each of the sample organizations, mainly focusing on its ownership structure, governance structure, capital structure and composition of its board of directors.

From the analysed competitors Sonae and Jerónimo Martins should be highlighted because together they are responsible for over half of the national market share, even though they use different governance models. In the case of the firm dominated by Azevedo family, Sonae adopts "modelo monista", on the other hand, Jerónimo Martins, mainly owned by Soares dos Santos family, uses the “modelo anglo-saxónico”.

JEL Codes: G32, G34, L81, M 14

Keywords: Corporate Governance, Retail, Leadership, Ownership Structure, Family Firm, Gender Diversity and Equality

Índice

Nota Biográfica.....	i
Agradecimentos	ii
Resumo	vi
Abstract	vii
Lista de Figuras	xi
Lista de Tabelas.....	xi
Lista de Abreviaturas, Acrónimos e Siglas	xii
1. Introdução	1
2. Principais teorias de Corporate Governance	3
2.1 Agency Theory.....	3
2.2 Stewardship Theory.....	4
2.3 Stakeholder Theory	5
2.4 Network Governance Theory.....	6
3. Os sistemas de Corporate Governance	7
3.1 Sistema Continental.....	8
3.2 Sistema Anglo-saxónico.....	11
4. O Corporate Governance em Portugal.....	13
4.1 Modelos predominantes em Portugal.....	14
4.1.1 Modelo Monista (Modelo Latino ou Modelo Latino Reforçado)	15
4.1.2 Modelo Dualista	16
4.1.3 Modelo Anglo-saxónico.....	16
5. Liderança: uma questão cultural	18
5.1 A evolução do conceito de Liderança	18
5.2 A perspetiva <i>mainstream</i> da Liderança	19

6.	A diversidade nas Organizações	22
6.1	Igualdade de Género	22
6.2	O caso Norte-Americano	23
6.3	A luta pela igualdade – desafios futuros	24
7.	Metodologia	26
7.1	Introdução	26
7.2	Estratégia de investigação empírica: método de estudo de caso	26
7.3	Contextualização do sector e práticas de governo das sociedades	28
7.3.1	O setor do retalho alimentar em Portugal.....	28
7.3.2	Empresas familiares: algumas variáveis do <i>corporate governance</i>	29
8.	Caso de Estudo: os dados, a análise e a discussão	31
8.1	Introdução	31
8.2	O grupo Sonae: a sua história	31
8.2.1	Estrutura de propriedade	32
8.2.2	Estrutura de <i>governance</i>	33
8.2.3	Estrutura de capital	34
8.2.4	Conselho de Administração	34
8.2.5	O setor do retalho alimentar – a Sonae MC e a marca Continente.....	35
8.3	O grupo Jerónimo Martins: a sua história.....	36
8.3.1	Estrutura de propriedade	37
8.3.2	Estrutura de <i>governance</i>	38
8.3.3	Estrutura de capital	39
8.3.4	Conselho de Administração	39
8.3.5	O setor do retalho alimentar – a marca Pingo Doce.....	40
8.4	Outros concorrentes	41
8.5	Análise & Discussão: principais semelhanças e diferenças.....	44

9.	Conclusão	47
10.	Referências Bibliográficas	50

Lista de Figuras

Figura 3.1: Estrutura do Sistema Continental

Figura 3.2: Estrutura do Sistema Anglo-saxónico

Figura 4.1.1: Estrutura do Modelo Monista (modelo latino e latino reforçado)

Figura 4.2.1: Estrutura do Modelo Dualista

Figura 4.3.1: Estrutura do Modelo Anglo-saxónico

Figura 6.2: Microagressões - Mulheres no ambiente de Trabalho, 2018

Figura 8.2.1: Estrutura Acionista – SONAE

Figura 8.2.5: Portefólio de Negócios – SONAE

Figura 8.3.1: Estrutura Acionista – JERÓNIMO MARTINS

Figura 8.3.5: Portefólio de Negócios – JERÓNIMO MARTINS

Lista de Tabelas

Tabela 7.3.1: Aspetos positivos e negativos da Riqueza Socio Emocional, adaptado

Tabela 8.5.1: Quadro-Síntese do Estudo de Caso, elaboração própria

Lista de Abreviaturas, Acrónimos e Siglas

BES – Banco Espírito Santo

CA – Conselho de Administração

CE – Comissão Executiva

CEO – *Chief Executive Officer*

CFO – *Chief Financial Officer*

CG – *Corporate Governance*

CMV – Código de Valores Mobiliário

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

DG/AAC – Direção Geral da Associação Académica de Coimbra

EUA – Estados Unidos da América

FEP – Faculdade de Economia do Porto

INE – Instituto Nacional de Estatística

IPCG – Instituto Português do *Corporate Governance*

MEAE – Mestrado em Economia e Administração de Empresas

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OPA – Oferta Pública de Aquisição

PIB – Produto Interno Bruto

PT – Portugal Telecom

ROC – Revisor Oficial de Contas

UE – União Europeia

1. Introdução

O início do estudo do tema do *corporate governance* remonta a 1932, nos EUA, com a publicação do livro de Adolph Berle e Gardiner Means, denominado “*The Modern Corporation and Private Property*”, fruto da grande crise de 1929. Esta publicação fundamentou a elaboração do *Securities Act*, de 1933, e do *Securities Exchange Act*, de 1934, ambos ainda em vigor (Batista, 2009).

No decorrer do século passado, após alguns escândalos internacionais, como o da Enron (setor energético) e o da WorldCom (setor das telecomunicações), cresceu a relevância dada ao tema da governança corporativa. A nível europeu esta preocupação teve origem, em 1992, no Reino Unido, com a publicação do Relatório de Cadbury e mais tarde, em 2002, com a publicação do Relatório Winter II pela União Europeia. Em Portugal, o tema começou a ganhar mais relevância no início do século XXI, e veio mais tarde a ser reforçado, após os escândalos no setor financeiro como o do Banco Espírito Santo (BES) ou da polémica venda da Portugal Telecom (PT) à Altice. A criação do Instituto Português de Corporate Governance (IPCG), em 2003, e a publicação, em 2006, do Livro Branco sobre Corporate Governance, foram alguns dos avanços registados em Portugal, após a aprovação, em 1999, das primeiras recomendações emanadas pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

Apesar dos largos anos de estudos relacionados com o tema, hoje, ainda não existe uma conclusão efetiva sobre qual o melhor modelo de *governance*, podendo mesmo afirmar-se que “não existe um modelo único de bom governo das sociedades”, mas sim “elementos comuns subjacentes a um bom governo das sociedades”, como se pode ler no livro “A emergência e o futuro do Corporate Governance em Portugal”, publicado em 2013, de José Costa Pinto. Uma das questões mais debatidas ao longo dos tempos tem por base a Teoria de Agência, quando em 1976, Jensen & Meckling definiram a relação de agência como a delegação de poder e de capacidade de decisão entre o proprietário (principal) e o agente (gestor), duas entidades que prosseguem interesses diferentes, podendo deste modo, atendendo aos interesses divergentes, resultar em custos de agência. Outras teorias foram surgindo, porém, a Teoria de Agência é ainda aquela que é mais referida nos dias de hoje.

Com o passar dos anos e desenvolvidos diferentes estudos, o Sistema Continental e o Sistema Anglo-saxónico deram lugar a diferentes modelos, com destaque para o Modelo Monista e o Modelo Dualista, como se explanará ao longo deste trabalho.

Quando se fala em *corporate governance* referem-se também um conjunto de outras variáveis que estão intrinsecamente ligadas com o tema, como por exemplo, a liderança. Não há bom governo sem bons líderes, assim como não há líderes que não tenham de ser também gestores; e deste modo, a liderança relaciona-se sempre com o *governance*.

A emergência de novos tipos de líderes, o sucesso dos grandes executivos e temas atuais como o da diversidade e igualdade de género nas organizações são algumas das motivações para este estudo. Tendo por base a metodologia de estudo de caso, mais especificamente os casos múltiplos ou comparados, em que serão estudadas, de forma exaustiva, variáveis como a estrutura de propriedade, estrutura de *governance*, estrutura de capital e composição do Conselho de Administração, procurar-se-á conhecer um pouco da realidade do setor do retalho em Portugal, concretamente, o retalho alimentar.

Com base na investigação prévia efetuada para o presente estudo pode afirmar-se que não existe nenhum estudo completo sobre este tema em duas das principais empresas da economia nacional, nem tão pouco uma abordagem abrangente sobre os principais *players* do retalho, nomeadamente os do setor alimentar. Deste modo, surge a intenção de aprofundar o estudo sobre as diversas variáveis que podem ter influência no sucesso ou insucesso do modelo de *governance* escolhido por cada organização, bem como, de forma comparativa, perceber qual a razão de este ser um mercado tão atrativo, facto evidenciado com a recente entrada em território nacional da gigante espanhola, a Mercadona.

Este trabalho encontra-se dividido da seguinte forma: após o presente enquadramento introdutório, procurar-se-á ao longo do Capítulo 2 dar a conhecer as diferentes teorias que serviram de mote para os sistemas e modelos de *governance*, os quais serão revisitados no Capítulo 3 e 4, uma vez que estes são clássicos, estudados ao longo das últimas décadas e que, aos dias de hoje, servem ainda de base quando as organizações decidem escolher uma estrutura governativa. O Capítulo 5 fica reservado para o tema da liderança e o Capítulo 6 para uma breve abordagem sobre a diversidade nas organizações. No Capítulo 7 apresenta-se detalhadamente a metodologia utilizada, bem como um breve enquadramento do setor do retalho, nomeadamente o setor da distribuição alimentar. Por fim, no Capítulo 8 é realizada a apresentação dos vários *players* que constituem a amostra do estudo, bem como das suas variáveis, de forma detalhada nos casos da Sonae e da Jerónimo Martins e, de forma mais sintetizada, nos restantes (4) competidores. Após a Análise e Discussão o estudo termina apresentando-se as principais Conclusões e evidenciando algumas das limitações vivenciadas, bem como uma proposta para trabalhos futuros a desenvolver.

2. Principais teorias de Corporate Governance

Nos capítulos seguintes, e de forma resumida, procurar-se-á apresentar as teorias de *corporate governance* com maior evidência teórica e empírica. No entanto, importa começar por definir o conceito base. Assim, levando em conta a tradução apresentada pela CMVM, a expressão «governo da sociedade» designa, precisamente, o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objetivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, atividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência (Silva et al., 2006).

2.1 Agency Theory

A Teoria de Agência, conforme se designa na língua portuguesa, procura evidenciar o problema de agência, ou seja, quais as consequências da delegação da gestão a terceiros (agente) por parte dos detentores do capital social (principal). Segundo Jensen & Meckling (1976) esta teoria define um relacionamento de agência como um contrato sob o qual o principal (acionista) contrata o agente (gestor) para executar um serviço em seu nome.

Não obstante, já (Berle & Means, 1932) argumentavam que a separação da propriedade e controlo pode conduzir a uma situação de divergências significativas entre os interesses dos acionistas e dos gestores. Estes autores foram os primeiros a identificar o problema da assimetria de informação, quando existe separação entre propriedade e controlo da empresa. Os interesses do agente diferem geralmente dos interesses do principal, levando essa separação de propriedade e gestão combinada com a existência de assimetrias de informação, a muitas situações em que o agente pode ter um comportamento considerado oportunista (Silva et al., 2006).

Na maioria das relações de agência é impossível ao principal garantir que o agente tome decisões no sentido de maximizar o bem-estar do acionista, sem incorrer em custos de monitorização e vinculação (Jensen & Meckling, 1976).

Estes custos podem ser:

- i) Custos resultantes do controlo da atividade dos gestores por parte do principal, tais como auditorias, restrições orçamentais e aplicação de sistemas de compensação de forma a alinhar interesses entre gestores e acionistas;

- ii) Custos de oportunidade provenientes do facto de os gestores verem a sua ação limitada e não aproveitarem ao máximo conjunturas de negócio que poderiam constituir mais-valias para a empresa;
- iii) Custos de falência e de reestruturação que ocorrem quando a empresa não consegue liquidar as suas obrigações com fornecedores, colaboradores, investidores, entre outras. As receitas e os custos operacionais da empresa não são independentes da probabilidade de falência, pelo que este custo condiciona, de facto, a estrutura de capital.

A diversidade de estruturas acionistas reflete-se na importância dos acionistas no controlo e na fiscalização dos atos dos gestores, sendo que o envolvimento dos acionistas é raro no sistema anglo-saxónico e frequente no sistema continental (Prigge, 1998).

No entanto, quando as funções do agente e do principal se sobrepõem, ou seja, não existe intermediário na tomada de decisões, a supervisão das boas práticas de *corporate governance* pode ser mais eficiente e permitir um maior alinhamento de incentivos. Perante esta situação, este alinhamento, permite criar valor para a empresa a médio e longo prazo (Pinto, 2013).

2.2 Stewardship Theory

A *Stewardship Theory* aborda o tema do *Corporate Governance* de forma diferente. Esta baseia os seus argumentos na Psicologia e Sociologia, e não tanto na Economia (Davis et al., 1997); contestando desde logo os fundamentos filosóficos e morais da Teoria de Agência sobre a natureza do Homem (Tricker & Tricker, 2015). De facto, os defensores desta teoria argumentam que os subordinados podem ser coletivistas, pro-organizacionais e confiáveis (Davis et al., 1997) altruístas e com capacidade para levar em linha de conta outros interesses que não apenas os seus (Tricker & Tricker, 2015).

Com base nas alterações legais que ocorreram ao longo do tempo, surgiu o conceito de responsabilidade limitada, fazendo com que seja possível as empresas possuírem uma natureza legal própria e distinta dos seus fundadores. Sugere-se, assim, a nomeação por parte dos acionistas de um gestor para cuidar dos seus próprios interesses, sendo apresentado a estes, com alguma regularidade, o resultado da sua conduta (Tricker & Tricker, 2015).

Os autores anteriormente referenciados afirmam que certas características do gestor e dos

seus objetivos podem contribuir para uma maior predisposição a serem “guardiões”. Por exemplo, quando a motivação dos gestores se prende essencialmente com a busca do sucesso e realização pessoal, leva a que estes tenham mais ganhos ao adotar esta postura do que se optassem por serem simplesmente agentes. Porém, salienta-se também o facto desta relação não ser determinística e que tanto os gestores como os acionistas escolhem o tipo de relação que irão ter com base nas suas expectativas sobre a atuação do outro.

2.3 Stakeholder Theory

A *Stakeholder Theory* defende que os gestores de uma empresa devem procurar tomar decisões ótimas tendo em conta os interesses, não apenas dos acionistas (principal), mas de todos os *stakeholders*, tais como clientes, colaboradores, credores, governo e comunidades (Jensen, 2001). Esta teoria opõe-se à *Shareholder Theory*, segundo a qual a empresa deve ter em conta, sobretudo, os interesses dos acionistas. Muitos autores já tinham defendido a importância desta teoria, mas o seu crescente nível de importância deveu-se sobretudo aos escândalos que envolveram empresas como a Enron e a WorldCom (Danielson et al., 2008). O conceito de *stakeholder* é imprescindível para que se realizem análises que integrem de forma consistente os conceitos de negócio e ética (Freeman, 1994). Todavia, este é um tema crítico, tendo sofrido historicamente várias críticas na literatura. A definição de *stakeholders* não é uma situação estanque, sendo que a mesma sofre no seu dia-a-dia mutações, uma vez que os clientes, os credores e mesmo os colaboradores não são eternamente os mesmos. Genericamente, conforme a visão da empresa, através da qual se representa um nexo de contratos, os *stakeholders* podem ser identificados como sendo pessoas ou entidades com as quais a empresa tem um contrato expresso ou tácito. No entanto, muitas vezes, a natureza das relações é demasiado vaga o que torna difícil o encaixe nas noções mais abrangentes de contrato (Donaldson & Preston, 1995).

Surge ainda outra crítica bastante latente nesta abordagem. Em caso de conflito discute-se que posição deve tomar o gestor, ocorrendo muitas vezes “uma não decisão”, o que leva, por conseguinte, a que estes não sejam responsabilizados pelas suas ações (Jensen, 2001).

Donaldson e Preston (1995) afirmam, sendo este um dos argumentos mais forte, que o pilar justificativo desta teoria não é a possibilidade de retornos financeiros, mas a sua natureza normativa, uma vez que a alternativa é moralmente questionável.

2.4 Network Governance Theory

Provan & Kenis (2008) são quem melhor define a importância da prática de *Network Governance* para redes com uma entidade própria e com objetivos bem definidos, procurando deste modo assegurar a resolução de conflitos, a utilização eficaz e eficiente de recursos, bem como o apoio mútuo entre os seus participantes. Definindo uma *network* como um conjunto de três ou mais organizações autónomas que trabalham em conjunto para alcançar objetivos individuais e coletivos, os autores enunciam três abordagens que abrangem a *Network Governance Theory*:

- *Participant Governance Networks*: as práticas de *governance* são levadas a cabo pelos seus membros e não por uma entidade única e externa à rede;
- *Lead-Organization Governance Networks*: redes em que uma única empresa de grande dimensão e poder, faz o controlo das restantes, ocorrendo geralmente em relações verticais em que se envolve fornecedor-distribuidor;
- *Network Administrative Network*: quando a supervisão das práticas de *governance* das empresas da rede é feita por uma entidade externa e designada especificamente para esse propósito.

Segundo (Jones et al., 1997) a *Network Governance* envolve um conjunto restrito, persistente e estruturado de empresas autónomas envolvidas na criação de produtos ou serviços com base em contratos implícitos e abertos, permitindo assim uma adaptação às contingências do meio envolvente, e coordenar e proteger as permutas entre si. Esses contratos são socialmente - e não juridicamente – vinculativos.

3. Os sistemas de Corporate Governance

Ainda não foi descoberta a melhor maneira de assegurar uma boa fórmula para o *corporate governance*, sendo que os estudos têm sido um pouco incompletos ou inadequados (Huse, 2007).

No entanto, são várias as definições e conceitos que esse termo pode envolver.

Por um lado, inclui um conjunto de regras e políticas para a tomada de decisões e, também para a distribuição de responsabilidades dentro de uma empresa (Gugler et al., 2004). Este conjunto tem como objetivo orientar a empresa, nomeadamente na maximização dos lucros por meio das suas operações, seguindo um código de conduta ética que deve ser contra qualquer tipo de corrupção.

Por outro lado, a definição de *corporate governance* inclui mecanismos de monitorização, internos, externos ou ambos, que garantem a execução das políticas mencionadas acima, procurando assim a salvaguarda da riqueza do acionista.

Com base num estudo, da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), originalmente desenvolvido em 1999 e revisto em 2015, o *corporate governance* funciona numa empresa como um apoio à eficiência económica, crescimento sustentável e estabilidade financeira, facilitando o acesso ao capital destinado ao investimento e a garantir que os acionistas e outras partes interessadas - *stakeholders*, que contribuem para o sucesso da empresa, são tratados de igual forma.

No entanto, um longo caminho tem vindo a ser percorrido. Os mecanismos de tomada de decisão e de fiscalização diferem de país para país, e dentro de um mesmo enquadramento legal e institucional, podem variar de empresa para empresa.

Assim, é comum identificar dois sistemas como sendo os principais quando se fala em *corporate governance*: o **Sistema Continental**, também designado por sistema baseado nas relações ou sistema de controlo interno, e o **Sistema Anglo-saxónico**, também referido como um sistema de controlo externo ou sistema de controlo pelo mercado.

As principais diferenças entre estes dois sistemas estão relacionadas com a estrutura da propriedade, controlo e o papel dos acionistas maioritários e minoritários e gestores, aspetos diretamente relacionados com a problemática da Teoria de Agência, já apresentada anteriormente.

O primeiro sistema é associado ao governo de empresas da Europa Continental e do Japão, enquanto que o segundo modelo é conotado com os EUA, o Reino Unido e os demais países de expressão e influência anglo-saxónica (Silva et al., 2006).

Existem evidências empíricas, que não poderão ser amplamente detalhadas neste capítulo, mas que apontam para algumas limitações destes dois sistemas. Todavia, estes são os dois sistemas teoricamente predominantes, e que procuram guiar as boas práticas, quando falamos em *corporate governance*, como veremos mais à frente.

Mormente, Gugler et al., (2004) procuraram agrupar essas mesmas evidências em três categorias, procurando ultrapassar algumas limitações e permitindo assim uma análise mais objetiva sobre cada modelo: (1) a identidade dos acionistas de referência das empresas e a dimensão das suas participações, (2) a estrutura de *governance* das sociedades: número, dimensão e composição dos órgãos sociais e de supervisão e (3) o enquadramento legal e político que afeta o comportamento da administração das empresas.

3.1 Sistema Continental

No Sistema Continental, em que a Alemanha surge como principal exemplo deste sistema de governo, a estrutura de capital é tida como um mecanismo fulcral da estratégia da firma e da sua subsequente performance (La Porta et al., 1999). Este é um sistema amplamente qualificado pela predominância de posições acionistas maioritárias – nomeadamente famílias. Deste modo, o controlo dos gestores, pelos maiores acionistas, é um elemento diferenciador face ao Sistema Anglo-saxónico. Os principais acionistas controlam a gestão e tomam as principais decisões no seio da empresa. Característica basilar deste sistema é o facto de os próprios acionistas (maiores) terem assento nos órgãos de administração, ou então, se fazerem representar por gestores da sua inteira confiança (Silva et al., 2006). Ressalva-se, no entanto, a problemática da defesa dos pequenos acionistas face aos grandes.

O mercado de gestores profissionais e o mercado de controlo de empresas não é considerado como muito relevante, uma vez que na Europa continental, não é muito frequente a realização de ofertas públicas de aquisição – *takeovers* (Holmstrom & Kaplan, 2001).

Este é também um sistema em que a remuneração variável não é predominante. Tradicionalmente a remuneração fixa representa uma fatia muito significativa da remuneração total dos gestores. Este fator reflete a menor necessidade de alinhar os interesses entre os gestores e os acionistas, decorrente da presença dos chamados acionistas

de controlo (Silva et al., 2006).

Relativamente à estrutura dos órgãos de administração, em múltiplos países da Europa continental predomina o chamado Modelo Dualista, que como se procurará evidenciar adiante tem por base o Sistema Continental, sendo assim caracterizado pela existência de dois órgãos com responsabilidades superiores. Este era um modelo predominante em países como Alemanha, Áustria, Dinamarca, Holanda e Suíça.

Noutros países, como por exemplo em Portugal, o modelo dominante é o Modelo Monista ou também denominado Modelo Latino, assim enunciado por força da existência de um único órgão de administração em cada empresa (Silva et al., 2006), como se verá mais à frente. O Sistema Continental tem por base uma estrutura intermédia – Conselho Geral de Supervisão, entre a Assembleia Geral e o órgão executivo – o Conselho de Administração Executiva, a qual deve desempenhar, além de outras funções, o papel de fiscalização e controlo dos administradores executivos, e por inerência, dos acionistas a quem esses administradores se encontram associados. Fazem parte desta estrutura, que no caso do Modelo Monista competem à Assembleia Geral, competências como a pronúncia sobre o relatório anual de contas ou a avaliação e eleição dos membros da direção (Tricker, 2012). Neste sistema, os acionistas reúnem em Assembleia Geral, com uma periodicidade mínima anual, tendo como principal ponto da ordem de trabalhos a avaliação do trabalho desenvolvido pelo Conselho Geral de Supervisão e pela Direção Executiva.

A eficaz capacidade de controlar e fiscalizar a ação dos gestores executivos, depende mais uma vez, da independência dos seus membros. Tem ainda subjacente na sua constituição a possibilidade de conferir a determinados *stakeholders* a capacidade de interferir na definição da política estratégica da empresa. Por exemplo, na Alemanha, um terço dos membros do Conselho Geral de Supervisão são representantes dos trabalhadores ou dos sindicatos. No caso das empresas europeias que adotam a estrutura monista é muito frequente a separação da gestão diária, da tomada das decisões estratégicas, sendo assim criado no seio do Conselho de Administração uma designada Comissão Executiva à qual compete a gestão corrente, nos termos dos poderes que lhe tenham sido delegados pelo Conselho de Administração. Contudo, em última instância toda e qualquer decisão estratégica, ou de definição das linhas orientadoras da empresa, carece de validação do Conselho de Administração e, consequentemente, da Assembleia Geral.

Uma consequência da existência de duas estruturas decisórias é a possibilidade de separação entre duas figuras chave. Na estrutura dualista, o presidente do Conselho de Administração

e o presidente da Comissão Executiva são pessoas diferentes, ou seja, o primeiro é usualmente, em linguagem anglo-saxónica, designado de *Chairman*, enquanto que o segundo é apelidado de *Chief Executive Officer* (CEO). No caso do Modelo Monista as diferentes figuras podem ou não coincidir na mesma pessoa, sendo esta uma separação tradicional na Europa continental. Sendo esta uma medida que visa evitar os ‘superpoderes’, ela apenas se traduz em resultados efetivos na proteção dos interesses dos pequenos acionistas, se o *Chairman* for realmente independente do CEO e dos acionistas com maior peso na nomeação dos gestores executivos. Podem ainda fazer parte deste modelo as Comissões de Auditoria, a Comissão de Nomeações e a comissão de Remunerações (Silva et al., 2006).

Perante o Sistema Continental a atuação das instituições financeiras assume um papel muito importante. Primeiramente, não existe uma acentuada dispersão dos riscos de crédito. Contrariamente aos EUA, na Europa continental prevalecem relações de mais longo prazo no que respeita a concessões de crédito. Para além disso, os bancos assumem muitas vezes participações em empresas não financeiras, situação frequente na Alemanha, levando a que atuando como procuradores dos seus clientes, possam adicionar aos direitos acionistas próprios, os direitos de voto que decorrem das ações detidas pelos seus clientes particulares. Por este motivo, têm condições particularmente vantajosas para atuarem como elementos indutores de bom governo das empresas não financeiras (Batista, 2009).

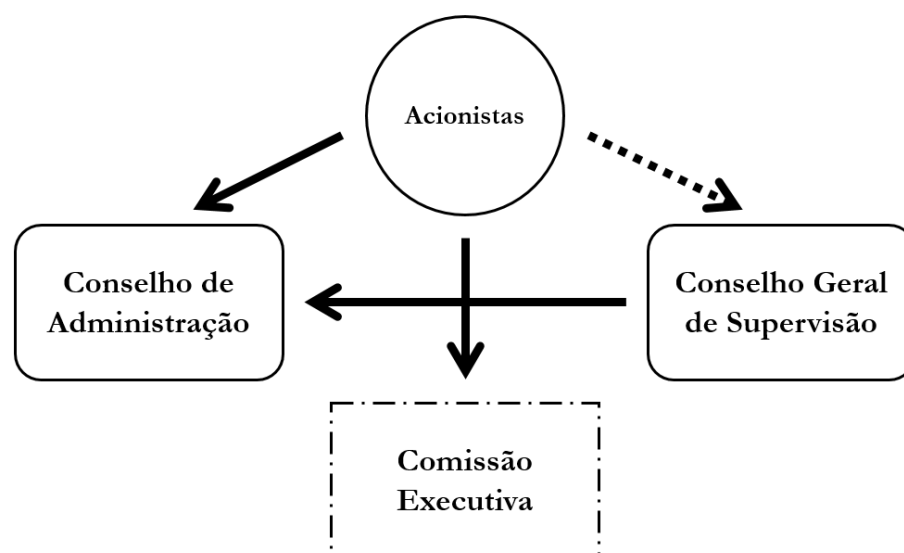


FIGURA 3.1: Sistema Continental

3.2 Sistema Anglo-saxónico

Um elemento distintivo deste sistema é a ideia de que existe um mercado eficiente de controlo das empresas, o qual exerce um efeito disciplinador sobre os gestores profissionais. Subjacente a este postulado, está a ideia de que se as equipas de gestão não forem competentes ou prosseguirem interesses próprios em detrimento do interesse dos acionistas, as respetivas empresas não verão o seu valor maximizado, pelo que serão alvo fácil para uma oferta pública de aquisição – *takeover* (Alves, 2003).

Caso se verifique este cenário, as próprias equipas de gestão estarão em risco, porque é bastante provável que sejam substituídas por outras mais competentes na criação de riqueza para os acionistas.

Outro fator crítico prende-se com a remuneração dos gestores. Por norma, as remunerações variáveis são a principal componente da remuneração dos gestores, sendo a sua amplitude ligada aos resultados apresentados ou à cotação da empresa no mercado bolsista. Assim, procura-se com esta medida que exista um maior alinhamento dos interesses dos gestores e dos acionistas.

Um outro pilar do Sistema Anglo-saxónico consiste na ampla e massiva divulgação de informação ao mercado de capitais e na fiscalização externa, via auditoria, dessa mesma informação.

Não menos relevante é a estrutura e o modo de funcionamento do Conselho de Administração. Fazem, em regra, parte deste órgão dois tipos de administradores, administradores internos – *insiders* e os administradores externos – *outsiders* (Alves, 2003).

Os chamados *insiders* são, maioritariamente, executivos e frequentemente fizeram carreira na empresa. Ao contrário, por regra, os *outsiders* são não executivos e não têm qualquer tipo de ligação à estrutura interna da organização. É ainda pressuposto que os segundos sejam independentes dos primeiros e que tenham como funções principais tomar decisões estratégicas, para além de aconselhar e fiscalizar a atividade dos administradores executivos. Além da independência que se espera, exige-se que os administradores não executivos dediquem tempo aos assuntos da empresa e tenham conhecimentos suficientes para o efeito (Rodrigues, 2009).

É ainda característica deste modelo a existência de várias comissões que visam auxiliar o Conselho de Administração na tomada de decisões e a fiscalização das mesmas. Por exemplo, à Comissão de Auditoria, compete a nomeação, contratação e dispensa do auditor externo –

Revisor Oficial de Contas (ROC), bem como, de todo o seu trabalho prestado nesse âmbito para a organização. Tem como principal objetivo garantir que a informação publicada é devidamente auditada, ou seja, que está garantida a fiabilidade da informação prestada ao mercado.

Uma outra comissão, que também caracteriza o sistema em epígrafe, é a Comissão de Remunerações. Compete a esta a fixação das remunerações dos administradores executivos, bem como proceder à avaliação do seu desempenho.

Menos comum, mas também com evidência empírica, nomeadamente no mercado nacional, é a Comissão de Nomeações. A esta competem funções como a nomeação de novos administradores; sendo sob sua proposta submetida à Assembleia Geral, onde é decidida a alteração da composição do *board* (Antas, 2016).

Os administradores executivos estão ainda condicionados pelo normal funcionamento dos mercados financeiros, em que, da atividade dos analistas financeiros e demais agentes económicos, resulta uma análise de toda a informação divulgada e o consequente escrutínio da mesma. Esta atuação contribui concomitantemente para a fixação de objetivos para as equipas de gestão, do mesmo modo que tem um papel importante na aferição das respetivas performances (Antas, 2016).

A regulação e a supervisão públicas dos mercados de capitais, visando obter um tratamento equitativo entre todos os acionistas e assegurar a suficiência, veracidade e atualidade da informação são igualmente um elemento importante no objetivo de garantir aos investidores a minimização do risco de expropriação que estes enfrentam (Silva et al., 2006).

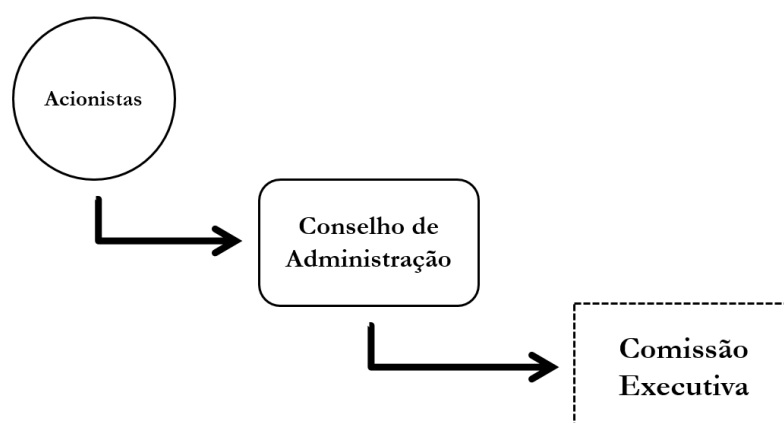


FIGURA 3.2: Sistema Anglo-saxónico

4. O Corporate Governance em Portugal

O tema do *corporate governance* apenas começou a ser alvo de maior atenção em Portugal na viragem do século. Porém, importa previamente fazer uma “viagem no tempo” até 1992, ano em que surgiram as primeiras abordagens sobre o tema na Europa, nomeadamente no Reino Unido, aquando da apresentação do Relatório de Cadbury. É a partir deste, e tendo por base o debate que se instalou do ponto de vista institucional e político, que surge um conjunto de boas práticas a seguir pelas organizações (Alves, 2003). Partindo desta base importa referir que durante muito tempo as boas práticas eram emanadas de normas da União Europeia, não existindo em Portugal, para além da CMVM, uma organização que se debruçasse mais profundamente sobre esta área da gestão. Porém, foi proposto um conjunto de mudanças aos paradigmas surgidos ao longo dos anos e que se sintetiza em três grandes vetores:

- Orientação dos modelos para todas as partes interessadas e não apenas para os acionistas;
- Uma maior clarificação entre funções executivas e funções de supervisão, contrariando o modelo anterior de concentração de ambos os poderes no Conselho de Administração;
- Maior independência e participação dos administradores independentes na supervisão dos administradores executivos.

Em 2006, um conjunto de ilustres personalidades da nossa “praça” foi desafiado, pelo IPCG, a efetuar uma reflexão sobre as boas práticas de *governance* das principais empresas nacionais. Em resultado desta reflexão surgiu o Livro Branco sobre Corporate Governance, ainda hoje bastante valorizado como basilar na definição de boas práticas de governo das empresas em contexto nacional, e que é amplamente referenciado neste trabalho. Sugerem-se assim, maioritariamente, três modelos de *corporate governance*: Modelo Monista (Modelo Latino ou Modelo Latino Reforçado), Modelo Dualista e Modelo Anglo-saxónico.

Em 2008, a CMVM apresentou um estudo analisando os modelos de governação nas principais empresas cotadas no mercado nacional. Deste estudo, e tendo em conta que estes “modelos organizados” de governo têm maior reflexo em empresas desta dimensão, destacam-se algumas características, que se passam a enunciar:

- Em 25 (em 47) empresas o maior acionista detinha mais de 50% do capital social;

- Em média, o maior acionista detinha 46,4% do capital das sociedades cotadas;
- Só em 4 empresas é que o maior acionista detinha menos de 10% do capital social;
- Considerando a concentração nos 5 maiores acionistas, eram apenas 7 as sociedades em que estes detinham menos de 50% do respetivo capital;
- Os 5 maiores acionistas, em média, detinham 70,3% do capital das sociedades.

Apesar de parecer um contrassenso, no caso português, o nosso mercado de capitais é caracterizado por possuir uma maioria de pequenas e médias empresas e uma forte concentração acionista.

Perante este cenário, não se julgue que não existe espaço para que a gestão prossiga outros interesses que não os objetivos da empresa, e que não existe a possibilidade de expropriação dos acionistas. Este é um problema amplamente referenciado pela Teoria de Agência.

Importa ainda notar, como se procurou evidenciar anteriormente, que os acionistas não são os únicos agentes económicos com interesses legítimos no quotidiano da empresa. Os seus colaboradores, os seus credores, os seus clientes ou fornecedores, e mesmo o Estado, são partes igualmente interessadas na viabilidade futura da sociedade. Da solidez das empresas depende a manutenção dos postos de trabalho. Da sua saúde financeira depende a capacidade de pagar juros e proceder ao reembolso dos seus credores. Para além de clientes e fornecedores, que por motivos óbvios têm interesse na solvabilidade da empresa, o Estado também é parte interessada por inúmeras razões: da existência e continuidade da empresa resultam atividade económica, emprego, receita fiscal e impacto ambiental e social. Ao conjunto alargado de agentes económicos com interesses legítimos numa dada empresa dá-se usualmente, numa linguagem anglo-saxónica, a designação de *stakeholders*, sendo os acionistas denominados de *shareholders* (Silva et al., 2006).

4.1 Modelos predominantes em Portugal

Após diversos escândalos internacionais, particularmente o da Enron (setor energético) e o da WorldCom (setor das telecomunicações), o problema chegou também a Portugal, nomeadamente quando falamos do BES (Banco Espírito Santo) ou da venda da PT (Portugal Telecom) à Altice. Neste sentido, e com base nas recomendações da CMVM, emanadas do Código de Governo das Sociedades, têm sido implementados um conjunto de modelos de *governance*, que se procurará definir neste capítulo.

4.1.1 Modelo Monista (Modelo Latino ou Modelo Latino Reforçado)

Este é um modelo que tem por base o Modelo Latino, ou seja, apresenta essencialmente quatro estruturas, a saber: a Assembleia Geral, o Conselho de Administração, composto por executivos e não executivos, o Conselho Fiscal ou Fiscal Único e o ROC. Este é o modelo mais adotado no panorama nacional. O órgão máximo deste modelo, à semelhança do que acontece nos outros modelos, é a Assembleia Geral, onde se fazem representar os vários acionistas. A Assembleia Geral aprova a nomeação ou destituição do Conselho de Administração, bem como a escolha dos membros da Comissão Executiva. Neste modelo compete aos membros não executivos, dos quais, por norma, alguns são considerados independentes, a fiscalização e monitorização do trabalho desenvolvido pelos administradores executivos. Para a definição de independente são tidas em conta as relações familiares, pessoais ou profissionais, dos envolvidos, que possam interferir direta ou indiretamente, na sua capacidade de isenção (Batista, 2009).

Este é ainda um modelo que apresenta a possibilidade de serem criadas, sob proposta da Assembleia Geral, um conjunto de comissões. Destaca-se a Comissão de Auditoria, à qual compete a seleção do ROC, bem como todo o acompanhamento do seu trabalho, tendo como basilares a sua isenção e independência. No caso do ROC, segundo uma norma legislativa de 2016, impede-se que a mesma sociedade ou revisor preste o serviço de certificação legal de contas, por mais de dois ou três mandatos dos órgãos sociais, conforme estes tenham duração de três ou quatro anos.

Assim, pode ainda considerar-se que no Modelo Monista a existência da Comissão Executiva acaba por recriar uma dupla instância de tomada de decisões e por criar condições para que a instância superior – Conselho de Administração - supervisione e controle a instância inferior – Comissão Executiva (Silva et al., 2006).

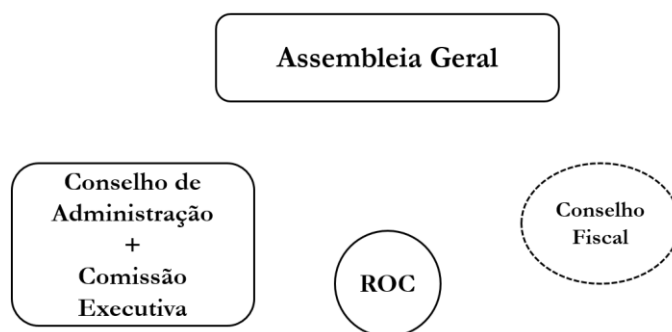


FIGURA 4.1.1: Modelo Monista

4.1.2 Modelo Dualista

Tendo por base o Sistema Continental, o Modelo Dualista é, sinteticamente, constituído por quatro estruturas, a saber: a Assembleia Geral, o Conselho Geral de Supervisão, o Conselho de Administração Executivo e o ROC. O Conselho Geral de Supervisão é composto por membros eleitos pela Assembleia Geral que podem, ou não, ser acionistas. Por outro lado, o Conselho de Administração Executivo é composto por membros eleitos em Assembleia Geral, sob proposta do Conselho Geral de Supervisão (Batista, 2009). Em sociedades que optem por este modelo de *governance* é usual que ROC, à semelhança do que acontece noutros modelos, seja uma das grandes empresas de auditoria, uma das conceituadas *big four*.

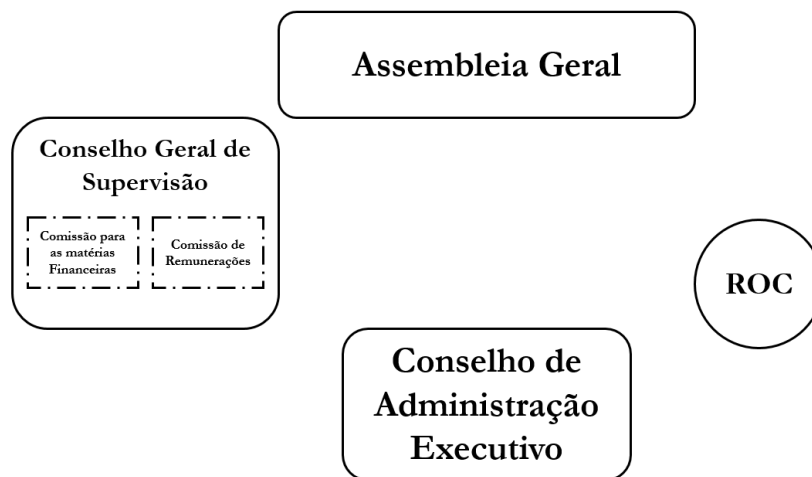


FIGURA 4.2.1: Modelo Dualista

4.1.3 Modelo Anglo-saxónico

Resumidamente, o Modelo Anglo-saxónico é composto por três estruturas: a Assembleia Geral, o Conselho de Administração e o Fiscal Único vulgarmente conhecido por ROC. O Conselho de Administração, no qual se incluem os gestores executivos tem como principal responsabilidade a gestão da empresa (Batista, 2009). Além da gestão corrente da empresa este conselho tem ainda como missão apresentar as linhas estratégias a seguir, que deverá submeter à apreciação da Assembleia Geral. À Comissão de Auditoria compete a fiscalização da atividade do Conselho de Administração e ao ROC a auditoria e certificação legal das contas da empresa.

Para além destas comissões pode este modelo ainda incluir uma Comissão de Nomeações e Comissão de Remunerações. Estas últimas estruturas também existem muitas vezes no Modelo Monista.

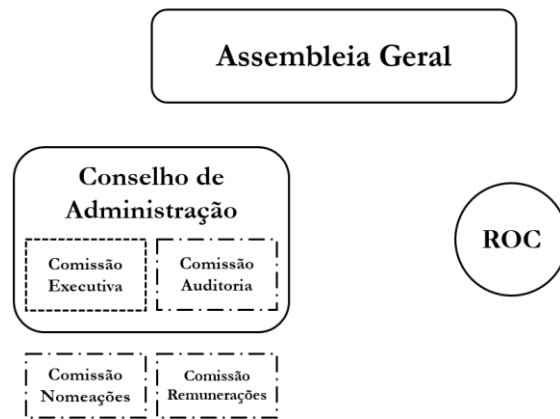


FIGURA 4.3.1: Modelo Anglo-saxónico

5. Liderança: uma questão cultural

O tema do *governance* encontra-se intrinsecamente ligado ao tema da liderança. Ao longo dos séculos observaram-se significativas alterações no conceito de liderança. Termo muitas vezes equiparado ao termo gestão, mas que com o passar dos tempos se foi automatizando, traduzindo-se em mudanças também no paradigma do *governance*.

Apesar da relação evidente entre liderança e *governance* importa clarificar que esse não será o foco principal deste trabalho, pelo que se procurará evidenciar apenas algumas características singulares, que melhor ajudarão a compreender o estudo de caso que se apresentará em secção própria.

5.1 A evolução do conceito de Liderança

O conceito liderança teve a sua primeira expressão em tempos muito longínquos, podendo situar-se historicamente na altura em que líderes eram os generais da guerra. Mais tarde, e dada a relevância que a perspectiva filosófica assumiu, filósofos como Platão assumiram protagonismo na definição de liderança. Este foi desde sempre um tema em discussão, apesar de como já se referiu ter assumido diferentes perspetivas.

Apesar da diversidade de definições hoje conhecidas existem características de base que são mais ou menos consensuais no meio científico: 1) a liderança é um processo, 2) a liderança envolve influência, 3) a liderança ocorre em grupos e 4) a liderança envolve objetivos comuns (Fleishman et al., 1991).

Já em 1960, Seeman definiu liderança como "atos de pessoas que influenciam outras pessoas a seguir conjuntamente determinada direção." (Northouse, 2016).

Atualmente, o debate sobre uma definição consensual para liderança mantém-se, surgindo crescentemente uma abordagem que separa claramente liderança de gestão, levando assim ao surgimento mais evidente do tema do *corporate governance*. Este crescente nível de separação leva a que os líderes tenham maior disponibilidade para procurar ter uma comunicação mais eficaz, podendo dedicar mais tempo do seu quotidiano a questões que hoje estão na ordem do dia, como a luta pela igualdade de oportunidades, a luta contra a discriminação étnica e de género, ou ainda para se preocupar com temas como sustentabilidade e responsabilidade social.

Se liderança é um processo que envolve influencia e objetivos comuns, levanta-se novamente

a problemática dos custos de agência; ou seja, liderança e gestão podem não convergir e, deste modo, verificar-se alguns dos condicionalismos já apresentados quando falámos de *governance*.

É comum observarem-se declarações tais como: “ele nasceu para ser um líder”, ou “ela é uma líder natural”. Estas expressões condizem com a classificação de líder inato, ou seja, um personagem que assume características e qualidades especiais, sem que tenha trabalhado para as ter. Advém desta particularidade a diferenciação entre líder e não líder. Algumas das qualidades pessoais usadas para identificar líderes incluem fatores físicos únicos (por exemplo, altura), características de personalidade (por exemplo, extroversão) e outras características (por exemplo, inteligência e fluência) (Bryman, 1992b).

Existem por esse mundo fora, com grande relevo na Alemanha, exemplos de personalidades que assumiram durante muitos anos funções de liderança e ou de gestão sem que tivessem habilitações académicas elevadas, nomeadamente em empresas de origem familiar que foram passando de geração em geração.

Desde a Segunda Guerra Mundial, a globalização tem avançado em todo o mundo, constituindo-se assim um veículo para uma maior disseminação das diferentes culturas pelos vários continentes e as várias organizações. Globalização significa um aumento da interdependência (económica, social, técnica e político) entre as nações. As limitações físicas deixaram de ser a principal condicionante no momento de escolher qualquer colaborador para uma empresa. Há mais comércio internacional e intercâmbio cultural, fenómeno potenciado por uma crescente digitalização, cada vez mais expressiva.

O aumento da globalização criou muitos desafios, incluindo a necessidade de projetar organizações multinacionais eficazes, para identificar, selecionar e reter líderes adequados para essas entidades, e capazes de gerir organizações com um nível de diversidade cultural elevado (House et al., 2004).

A globalização criou a necessidade de compreender até que ponto as diferenças culturais afetam o desempenho da liderança.

5.2 A perspetiva *mainstream* da Liderança

Como se evidenciou no capítulo anterior, o conceito de liderança tem vindo a sofrer constante evolução, acompanhando a natural evolução do homem, visto ser um tema que remonta aos primórdios do seu aparecimento na terra.

Muitos têm sido os estudos apresentados por especialistas que procuram “guiar” uma abordagem *mainstream* sobre liderança; e é neste campo, um pouco mais consensual, que se procurará evidenciar algumas das classificações hoje muito citadas quando nos referimos ao tema.

Muitas são as vezes em que “a necessidade aguça o engenho”, podendo-se assim identificar um primeiro tipo de liderança, a saber, a liderança transformacional. Esta é uma das abordagens mais populares de liderança, que tem sido o foco de muitas pesquisas desde o início dos anos 80. A liderança transformacional é parte da “Nova Liderança” (Bryman, 1992), paradigma que dá mais atenção ao lado carismático e afetivo da liderança. Também Bass & Riggio, (2006) sugeriram que a popularidade da liderança transformacional pode dever-se ao foco na motivação intrínseca e no desenvolvimento do seguidor, que atenta às necessidades dos grupos de trabalho de hoje, que querem ser inspirados e capacitados para terem sucesso em tempos de incerteza.

Por oposição a esta, teremos a liderança transacional apontada pela maioria dos estudos como aquela que se concentra nas trocas que ocorrem entre os líderes e os seus seguidores. Políticos que ganham votos prometendo não aumentar impostos ou chefias que oferecem promoções a colaboradores que superam as suas metas, são apenas dois exemplos de liderança transacional. Em contraste com a liderança transacional, como se referiu anteriormente, encontra-se a liderança transformacional. A liderança transformacional é o processo pelo qual uma pessoa se envolve com outras e cria uma ligação que aumenta o nível de motivação tanto do líder quanto do seu seguidor. Este tipo de líder está atento às necessidades e motivações dos seguidores e tenta ajudar os seguidores a atingir o seu potencial máximo, conforme afirmou Burns (1972).

Uma das definições que surgiu mais recentemente é a da liderança autêntica. Esta concentra-se em saber se o líder e a liderança são genuínas. Como sugere o termo nesta abordagem, procura-se entender se estamos perante uma liderança verdadeira, ou seja, avalia-se a autenticidade de líderes e da sua liderança. Nos últimos tempos, várias foram as convulsões na sociedade que geraram uma enorme procura pela liderança autêntica. A destruição provocada pelo 11 de setembro, os escândalos corporativos em empresas como a WorldCom e a Enron, e enormes falhas no setor bancário criaram medo e incerteza. As pessoas sentiram-se apreensivas e inseguras face ao que estava a acontecer à sua volta e, como resultado, imploravam por uma liderança de boa-fé, em que se pudesse confiar e em que os líderes

fossem bons e honestos. Superficialmente, a liderança autêntica parece fácil de definir, mas na verdade é um processo complexo e difícil de caracterizar (Chan, 2005).

Pode ainda caracterizar-se a liderança como adaptativa, ou seja, aquela em que perante um cenário de mudança, por exemplo no meio envolvente, o líder consegue convencer os seus seguidores da necessidade de todos se adaptarem às novas circunstâncias. Emerge ainda o conceito de liderança carismática, de que podem ser exemplos Martin Luther King ou, mais recentemente, José Mourinho. Os seus traços de personalidade ou a forma emotiva dos seus discursos fazem deste tipo de liderança uma liderança apelativa, capaz de captar e mesmo mobilizar determinados nichos ou classes. .

6. A diversidade nas Organizações

A globalização crescente nos últimos anos, trouxe grandes mudanças às organizações, nomeadamente uma crescente diversidade, seja de género, etnia ou religião. Hoje, mais do que nunca, existem inúmeros movimentos a defender a liberdade individual, o direito à diferença e a exigir o respeito pelas escolhas de cada ser. Neste sentido, também no que diz respeito ao *governance* ou à gestão esta são mudanças com forte impacto nas organizações.

6.1 Igualdade de Género

Muitos têm sido os movimentos sociais e políticos que visam garantir e aumentar a diversidade nos níveis da alta administração e liderança das empresas. Na Europa, o principal fator promotor da diversidade tem sido a legislação que impõe cotas obrigatórias para o número de mulheres nos Conselhos de Administração.

Uma pesquisa realizada pelo McKinsey Global Institute, em 2016, defendeu que se as mulheres participassem em igual número que os homens nos *boards*, estas poderiam adicionar até 28 triliões de dólares à economia mundial, até 2025 (Madgavkar et al., 2018). A este respeito começaram a ser feitos alguns “esforços” no sentido de alcançar essa igualdade, surgindo assim em vários quadros legislativos cotas que garantem a presença de mulheres nos órgãos de topo das organizações.

A Noruega tornou-se, em 2003, o primeiro país a impor uma cota obrigatória de 40% de mulheres em cada Conselho de Administração. A Finlândia e a Espanha aderiram ao movimento estabelecendo cotas de 30% e 40%, respetivamente. Mais tarde, em 2011, a Bélgica e a Itália legislaram no sentido de impor cotas de 33%. Mais importante, dois países com grande influência na economia e na política europeia e mundial, a França e a Alemanha, também seguiram a tendência e passaram para uma nova cota de 40% e 30%, respetivamente. Esta norma passou a vigorar em Portugal desde 2018, aplicando-se no imediato apenas nas empresas públicas e em empresas cotadas em bolsa.

Teoricamente, existem argumentos que sustentam que, quanto mais diversificado é o conselho, maior é a saúde financeira da empresa.

Robinson & Dechant (1997) argumentam que quanto maior for a diversidade corporativa, mais esta é capaz de promover uma maior compreensão do mercado, que também é altamente diversificado. As empresas serão, portanto, mais capazes de penetrar em novos

mercados, levando a uma expansão mais sustentada. Além disso, as mulheres podem trazer uma capacidade diferenciadora de compreensão cognitiva, que não é uniformemente distribuída pela população e tende a variar com o género. Características como a criatividade e a inovação que elas aportam podem ser usadas para solucionar problemas ou para desenvolver o negócio.

Adams & Ferreira (2009) também estudaram e demonstraram que as mulheres trazem para os *boards* métodos mais eficazes de governança corporativa, melhor monitorização de atividades dos CEO's e melhor proteção dos direitos dos acionistas.

Segundo um relatório da OCDE (2014), denominado «Society at a Glance», “as mulheres continuam, maioritariamente, a ter a ‘pasta’ da família e da educação dos filhos a seu cargo. No nosso país passam mais 232 minutos a fazer trabalho doméstico não pago do que os homens.”, refere o estudo.

6.2 O caso Norte-Americano

Aquilo que se passa no contexto europeu tem uma correlação direta com aquilo que se passa no espaço americano, pelo que é de todo relevante apresentar alguns dados demonstrativos desse facto.

Desde 2015, ano em que foram recolhidos os primeiros dados, que a LeanIn e a consultora McKinsey & Company, apresentam estudos sobre o tema da diversidade nas organizações, nomeadamente sobre a diversidade de género.

Segundo o relatório de LeanIn.Org and McKinsey & Company (2018), «Mulheres no local de Trabalho», as empresas norte-americanas anunciaram que estavam “altamente comprometidas” com a diversidade de género. “Mas esse compromisso não se traduziu em progressos significativos”. A verdade é que, segundo o estudo, só 38% dos cargos de liderança são ocupados por mulheres e elas são apenas 23% dos CEO's.

“O progresso não está apenas lento - está parado”, conclui Sheryl Sandberg, diretora de operações do Facebook e fundadora da LeanIn. Segundo a colaboradora do Facebook “as mulheres estão a cumprir a sua parte. Há 30 anos que há mais mulheres licenciadas do que homens. Elas estão a pedir promoções e a negociar salários, tal como os homens. Agora é a vez das empresas cumprirem também a sua parte.” (Sandberg & Thomas, 2018).

Quanto mais se avança na hierarquia, mais fácil é encontrar mulheres que são “as únicas” - a única mulher que chegou àquele cargo, a única mulher na direção, a única mulher no

departamento. Uma em cada cinco mulheres é “a única mulher na sala” e a sua experiência no trabalho é, seguramente, pior do que a daquelas que trabalham com outras mulheres (Sandberg, 2014).

Isto leva a outros problemas: as mulheres estão mais sujeitas a sofrer discriminações quotidianas e micro agressões (como, por exemplo, terem de provar mais vezes a sua competência ou as suas opiniões não serem tidas em conta). Para “64% das mulheres as micro agressões no local de trabalho são uma realidade. E 35% das mulheres já sofreram assédio sexual em algum momento da sua carreira, desde ouvirem piadas sexistas a serem tocadas de forma imprópria. Esse valor sobe, extraordinariamente, quando se olha para o grupo de mulheres que chegam ao topo da carreira: 55% destas mulheres já foram assediadas.” (Sandberg & Thomas, 2018).

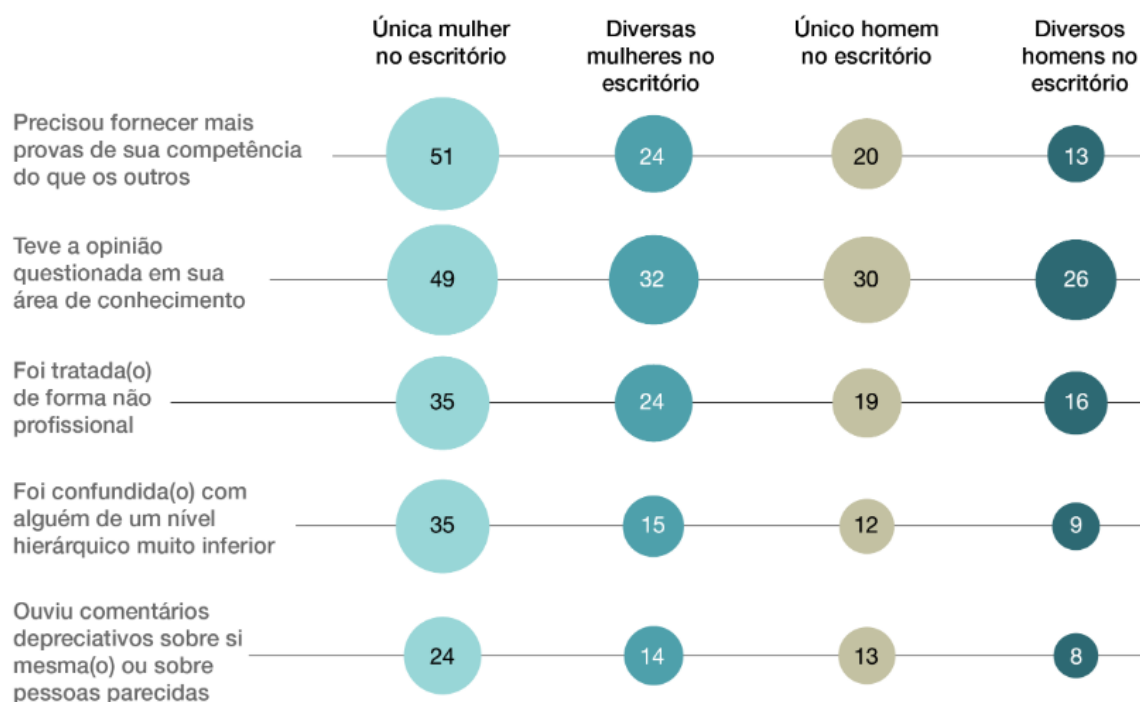


FIGURA 6.2: “Mulheres no ambiente de Trabalho”, 2018 – Colaboradores que sofreram microagressões (%)

6.3 A luta pela igualdade – desafios futuros

Num contexto de crescente incerteza como aquele que hoje vivemos, em que se perspetiva uma crise económica e financeira apenas com paralelo, há 100 anos, com a Grande Depressão, pós pandemia da gripe espanhola, pode supor-se que questões como a

diversidade de género e aumento na paridade de oportunidades poderão ficar para segundo plano, caso a crise se venha a agudizar.

Todavia, e à data, muitas são as organizações, do Ocidente ao Oriente, da América à Europa, dos EUA à França ou Alemanha, que reafirmam a sua intenção de continuar no caminho da igualdade, mesmo que esse caminho tenha de continuar a ser trilhado por via da imposição de cotas.

Segundo o estudo da PwC, de 2015, sobre as «Mulheres em Portugal», a chanceler alemã, Angela Merkel, definiu como objetivo para este ano (2020) garantir que a presença feminina nos Conselhos de Administração, das empresas cotadas no índice alemão DAX, passe a ser entre 11% a 35%, em vez dos 3,7% à data (2015). Fez mesmo um acordo com a Siemens, Daimler e o Deutsche Bank para que ajudassem a atingir essa meta. Também em Portugal, como se verá mais à frente, o crescimento da presença feminina nos cargos de topo é um objetivo assumido por muitas das principais organizações nacionais.

No livro “A Teoria e a Prática da Liderança”, de Peter Northhouse, o psicanalista Sigmund Freud refere «*When you meet a human being, the first distinction you make is “male or female?” and you are accustomed to make the distinction with unhesitating certainty*». Num mundo em que se quer afirmar a meritocracia como base do progresso e do sucesso, citações como a de Freud tenderão a fazer cada vez menos sentido.

7. Metodologia

Este capítulo descreve detalhadamente a metodologia utilizada no âmbito da investigação empírica. Nele são identificados, definidos e explicitados todos os métodos de pesquisa e estratégias de investigação utilizadas. Apresenta-se a justificação para a escolha do caso de estudo, uma breve síntese das organizações alvo de estudo, bem como a análise detalhada das variáveis alvo, que se evidenciarão mais à frente.

7.1 Introdução

Existe uma diferença entre um investigador quantitativo, que recolhe fatos e estuda a relação entre eles, e um investigador qualitativo, que está mais interessado em compreender as percepções sobre os factos (Bell, 1997). A principal razão da escolha de um estudo de caso vai ao encontro do que Bell (1997) explica como sendo um método que permite ao investigador a possibilidade de se concentrar numa situação.

A motivação e percepção de oportunidade por parte dos gestores, sendo de natureza qualitativa, pode basear-se em dados fatuais, de natureza dinâmica, ocupando um horizonte temporal relativamente longo, permitindo o estudo de eventos e dos respetivos resultados, desenvolvidos por vários períodos (Wirtz, 2000).

Num contexto de livre mercado, a análise de variáveis como a estrutura de propriedade, estrutura de *governance*, estrutura de capital e Conselho de Administração são essenciais para ajudar a compreender as particularidades que se pretende evidenciar com este estudo. No entanto, atendendo às condicionantes impostas pela pandemia Covid-19, o estudo basear-se-á, fundamentalmente, em dados e informações que são públicas, como se explicará adiante.

7.2 Estratégia de investigação empírica: método de estudo de caso

Num cenário de maior complexidade dos fenómenos organizacionais, é de difícil concretização a apresentação de um modelo formal, com base econométrica, que permita testar várias hipóteses sem ambiguidades (Rodrigues, 2009).

Perante cenários de incerteza, quando recuamos alguns anos e recordamos alguns dos escândalos económico-financeiros que abalaram a confiança num sistema de governo de sociedades (financeiras e não financeiras), importa focar a atenção num setor específico e

onde atuam alguns dos maiores grupos económicos.

O estudo de caso é caracterizado pelo estudo profundo e exaustivo de um ou poucos objetos, de maneira a permitir o seu conhecimento amplo e detalhado (Gil, 1999) e proporciona uma visão holística do fenómeno. Tem como principal objetivo apreender a profundidade de algum aspeto particular de uma situação ou fato específico mais apropriado (Carvalho, 2002). Esta metodologia é utilizada para determinar a explicação mais plausível de um fenómeno real e para aprofundar a compreensão dos seus fatores determinantes. Método de estudo empírico que investiga fenómenos contemporâneos em contexto da vida real, quando as fronteiras entre os fenómenos a analisar e o contexto não são evidentes (Yin, 1994).

No estudo de casos múltiplos ou comparados, são estudadas duas (estrutura de propriedade, estrutura de *governance*, estrutura de capital e Conselho de Administração) ou mais unidades de análise, sendo efetuada uma análise comparada da informação recolhida, dos resultados e das conclusões obtidas, em tudo similar a uma experiência (Rodrigues, 2009).

Este método de análise favorece a utilização de diferentes fontes de informação, permitindo uma melhor validação no momento de analisar os dados. Por forma a oferecer uma maior transparência às conclusões obtidas e possibilitar a sua validação por terceiros, os critérios de interpretação dos dados qualitativos devem ser sempre explicitados. A par disso, procede-se também a uma interpretação das motivações e das atitudes dos atores. Mormente, este método de estudo baseia-se na análise de suportes textuais como os relatórios de gestão, relatórios de governo societário, relatórios de contas, notícias e artigos da imprensa escrita.

O estudo de caso é assim suscetível de fornecer material empírico qualitativo, permitindo descrever os conceitos e verificar as relações entre eles, sendo disso exemplo, o facto de uma qualquer alteração na estrutura da propriedade poder provocar uma alteração no Conselho de Administração, na estrutura de capital da organização, ou em ambas as dimensões (Rodrigues, 2009).

A estratégia de investigação deve dar resposta, por consequência, a certos princípios metodológicos particulares, relativos ao modo indireto de interpretação dos dados qualitativos. O estudo de caso favorece a utilização de várias fontes de informação, oferecendo assim uma melhor validação no momento da análise dos dados (Yin, 1994).

Todo e qualquer estudo carece da definição de um período temporal de análise, por forma a poderem ser apresentados dados comparáveis. Deste modo, e dado que à data da realização deste estudo se iniciava uma nova crise económica, optou-se por confrontar a informação do ano de 2012 com a do ano de 2019; ou seja, os dados de um dos anos em que a última

crise teve o seu maior pico em Portugal (queda do PIB em mais de 4% e uma taxa de desemprego superior a 15%), com os dados do último ano, em que o país se encontrava num cenário macroeconómico de maior estabilidade (crescimento do PIB em cerca de 2,0% e uma taxa de desemprego de 6,5%), usando como fonte o Instituto Nacional de Estatística.

7.3 Contextualização do sector e práticas de governo das sociedades

O método de estudo de caso pressupõe a contextualização do meio envolvente em que as ações se desenvolvem (Yin, 1994). Para confirmar uma teoria, o estudo de caso requer entre 3 (três) a 10 (dez) casos, dependendo dos objetivos do investigador (Robson, 2001).

Neste sentido, tendo em conta o setor do retalho, em particular o do retalho alimentar, dar-se-á destaque aos 6 (seis) maiores *players* a atuar no mercado nacional, a saber: Continente (Sonae), Pingo Doce (Jerónimo Martins), Intermarché (Sociedade Les Mousquetaires – francês), Lidl (Schwarz – alemão), Auchan (Auchan Retail - francês) e o Mercadona (espanhol); com foco nos dois que assumem uma posição substancialmente maior no setor. Este é um setor dominado por dois grandes grupos; o grupo Sonae e o grupo Jerónimo Martins. Mesmo num cenário de crise, como aquele que agora vivenciamos, este continua a ser um setor que consegue manter uma razoável estabilidade, por fornecer essencialmente produtos perecíveis e bens de primeira necessidade.

7.3.1 O setor do retalho alimentar em Portugal

Conforme já se referiu anteriormente este é um mercado altamente competitivo e ao mesmo tempo mutante ao longo dos anos. Começaremos por fazer um enquadramento histórico dos principais *players* a atuar no mercado nacional, com base na informação pública disponível, sendo de referir que remonta ao ano de 1970 o aparecimento do primeiro supermercado em Portugal, pela mão de um dos grandes operadores ainda hoje presente em território lusitano, o grupo Auchan. O grupo Jerónimo Martins, embora tenha a sua origem no ano de 1792, entra pela primeira vez no mercado português da grande distribuição, apenas em 1980, com a abertura do seu primeiro supermercado. Em 1985, ocorreu a abertura do primeiro hipermercado em Portugal, em Matosinhos, pela mão do grupo Sonae. Em 1989, um grupo de empresários independentes, expande o seu negócio ao território nacional, abrindo dois anos mais tarde (1991) a primeira loja do grupo Os Mosqueteiros. Em julho de 1995 foi a vez do Lidl, pertencente ao grande grupo internacional alemão Schwarz, chegar a

Portugal, com a abertura das suas primeiras 13 (treze) lojas.

O setor tem sido palco de várias fusões e aquisições, de que é exemplo, a aquisição pela Sonae, em 2007, das lojas que a cadeia Carrefour detinha em Portugal. Os principais competidores viraram-se há cerca de 20 anos para o negócio das primeiras lojas de proximidade, levando a que os pequenos merceiros não tivessem capacidade de acompanhar o mercado, em virtude das economias de escala que estes não conseguiam obter face aos “todo-poderosos”. Nos dias de hoje todos estes *players* se deparam com o desafio do mercado online, em que o investimento no E-Commerce se faz mais pela proposta de valor que apresentam ao cliente do que pela rentabilidade que o negócio apresenta.

7.3.2 Empresas familiares: algumas variáveis do *corporate governance*

Um pouco por toda a Europa, nomeadamente nos países de influência germânica, as empresas familiares foram ao longo dos anos e são ainda hoje uma realidade. Neste capítulo, procurar-se-á evidenciar algumas variáveis críticas a ter em conta neste tipo de organizações, quando se olha para os modelos de gestão, liderança e *governance*.

Antes de se abordar as particularidades do caso português importa começar por definir o conceito de empresa familiar; assumindo-se desde já que não existe uma definição única, nem sequer consensual.

De acordo com vários estudos Faccio et al., (2000) e Anderson & Reeb, (2003) pode considerar-se que empresa familiar é aquela em que um indivíduo, ou grupo familiar, detém pelo menos 20% das ações da empresa e em que pelo menos um membro da família está presente no Conselho de Administração (Serrano & Letamendia, 2012).

A importância e o peso relativo das empresas familiares no mundo são inegáveis. Embora os resultados variem, dependendo do que se entende por empresa familiar, as estatísticas indicam que as empresas familiares representam entre 50-80% do PIB na maioria das economias mundiais, segundo dados da Family Firm Institute. A presença de um grupo familiar como acionista relevante também é frequente nas empresas cotadas (Burkart et al., 2003). Nos EUA, por exemplo, um terço das empresas no S&P 500 são de propriedade familiar ((Anderson & Reeb, 2003)), e em países como Ásia ou América Latina, grupos familiares controlam mais de 50% das empresas cotadas (Credit Suisse, 2011). Esta presença é também muito relevante na Europa, onde se estima que a grande maioria das sociedades cotadas continuem a ser controladas por famílias ((La Porta et al., 1999).

Segundo o estudo, «La creación de valor en la empresa familiar europea cotizada», de Serrano & Letamendia, de 2012, os especialistas apontam como principal fator diferenciador dessas organizações, a possibilidade de maximização dos benefícios económicos, podendo coexistir com o alcançar de outros objetivos não económicos importantes, como a possibilidade de empregar outros membros da família ou de deixar o seu legado às gerações futuras, sendo que a literatura considera estes benefícios não económicos como riqueza socio emocional. A literatura existente sobre empresas familiares é bastante clara, ao determinar os aspetos positivos e negativos dessa ênfase na preservação da riqueza socio emocional, que acionistas familiares colocam na criação de valor. Por exemplo, ao tentar garantir a influência da família na empresa, os acionistas podem decidir que cargos de alta responsabilidade sejam ocupados por familiares, mesmo que estes não reúnam as competências adequadas. No entanto, isso pode ajudar a reduzir os custos de agência, pois não há separação entre propriedade e gestão.

RIQUEZA SOCIO EMOCIONAL	ASPETOS POSITIVOS	ASPETOS NEGATIVOS
DESEJO DE CONTROLO E INFLUÊNCIA	CUSTOS DE AGÊNCIA MAIS BAIXOS, UMA VEZ QUE NÃO EXISTE SEPARAÇÃO ENTRE PROPRIEDADE E GESTÃO.	EXPROPRIAÇÃO DOS DIREITOS DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS.
IDENTIFICAÇÃO DA FAMÍLIA COM A EMPRESA	MAIOR COMPROMETIMENTO COM O PROJETO DE NEGÓCIO. ALTA REPUTAÇÃO.	RESISTÊNCIA À MUDANÇA. ALGUMA AVERSÃO AO RISCO.
ESTABELECIMENTO DE RELAÇÕES DURADOURAS COM STAKEHOLDERS	MAIOR CONHECIMENTO DO MERCADO. MAIOR CONFIANÇA, LEALDADE E MOTIVAÇÃO.	POUPA INOVAÇÃO. RISCOS DE VIR A TER SALÁRIOS ELEVADOS.
PRESENÇA DE LAÇOS EMOCIONAIS	MAIOR CONFIANÇA E MOTIVAÇÃO. MAIOR FLEXIBILIDADE.	AUSÊNCIA DE MERITOCRACIA.
DESEJO DE CONTINUIDADE	VISÃO DE LONGO PRAZO.	RESISTÊNCIA À MURANÇA.

TABELA 7.3.1: Adaptado de “Aspetos positivos e negativos da Riqueza Socio Emocional”, Cristina Cruz Serrano (2012)

Pode considerar-se que a principal questão em torno do “efeito familiar” seja o facto de ser expectável que este crie mais efeitos positivos do que negativos, podendo ou não este ser de natureza económica. Os efeitos positivos derivados do objetivo de preservação da riqueza socio emocional pelos proprietários familiares (refletidos, por exemplo, na existência de custos mais baixos de agência, de um maior compromisso dos acionistas e familiares com o projeto empresarial ou de uma visão de mais longo prazo), superam em larga escala os efeitos negativos, derivados do possível conflito de interesses entre os objetivos socioemocionais e os puramente financeiros. Este conflito é, tradicionalmente, considerado como uma expropriação dos direitos dos acionistas minoritários pela família Morck & Yeung (2003).

8. Caso de Estudo: os dados, a análise e a discussão

Iniciar-se-á neste capítulo a abordagem das diferentes variáveis que estarão na base da análise a efetuar no âmbito deste estudo, para cada uma das 6 (seis) organizações alvo, com atuação no território nacional. Recordar-se que parte substancial dos dados terá por base os relatórios publicados pelas várias organizações, nomeadamente no que se refere aos anos de 2012 e 2019, como se procurou justificar em capítulo próprio anterior.

8.1 Introdução

Dadas as limitações impostas pela Covid-19, procurar-se-á abordar com maior detalhe variáveis como a estrutura de propriedade, a estrutura de *governance*, a estrutura de capital e o Conselho de Administração, dando-se maior ênfase às duas maiores organizações do setor a nível nacional.

Mormente, e com recurso a alguns dados conhecidos e fornecidos por uma das principais organizações alvo de estudo, importa começar por referir que, no âmbito do setor do retalho alimentar, a 31 de dezembro de 2019, o grupo Sonae apresentava uma quota de mercado de 27,9%, enquanto o grupo Jerónimo Martins apresentava uma quota de mercado de 25,5%. Deste modo, corrobora-se o anteriormente enunciado, ou seja, as duas principais organizações de origem portuguesa selecionadas, a operar no mercado nacional, representam mais de metade do *market share*.

No entanto, e tendo por base o estudo da Deloitte «Global Powers of Retailing 2020», se considerarmos o mercado mundial e abrangendo os vários setores do retalho, o grupo Jerónimo Martins ocupa o 50º lugar do ranking, enquanto o grupo Sonae aparece no 155º lugar. Este diferente posicionamento a nível mundial, prende-se com o facto, como se verá adiante, do grupo Jerónimo Martins contar também com negócios na Polónia, em que é líder de mercado, e na Colômbia.

8.2 O grupo Sonae: a sua história

Ocupando o 155º lugar no ranking da Deloitte anteriormente referido, a origem do grupo Sonae remonta ao ano de 1959, com a fundação da empresa Sonae – Sociedade Nacional de Estratificados. Em 1965 a empresa decide contratar à Efanor, uma das maiores empresas têxteis do Norte do país, aquele que viria a ser a “figura maior” do império Sonae até ao seu

falecimento, em 2017, o Engenheiro Belmiro de Azevedo. Ao longo das várias décadas do século passado o grupo procurou diversificar as suas áreas de atuação, abrangendo desde a indústria à gestão hoteleira, até à criação, em 1983, de uma *joint venture* com a Promodès que viria mais tarde a revolucionar o setor da distribuição e do retalho em Portugal.

Em 1985, Belmiro de Azevedo assume uma posição maioritária no grupo e é nesse ano que surge a abertura do primeiro hipermercado em Portugal – Continente Matosinhos. Um ano mais tarde surge também a abertura de um dos maiores hotéis do Porto, atualmente denominado Porto Palácio Hotel, continuando a empresa uma estratégia de diversificação do seu portefólio de negócios. Prossegue, em 1989, com a abertura dos dois primeiros centros comerciais do grupo, neste caso a partir da Sonae Imobiliária, que mais tarde viria a dar origem à Sonae Sierra. Durante os anos 90 e até ao início do novo milénio, o grupo manteve sempre a mesma estratégia, entrando no mercado do retalho especializado (MO – antiga Modalfa, Worten, Sport Zone e Maxmat), passando pelos *health clubs* e reforço no capital de uma das maiores empresas de telecomunicações a atuar em Portugal, a NOS- (anteriormente Optimus), depois de “falhada” a oferta pública de aquisição (OPA) sobre a PT.

No ano 2000 a Sonaecom, *sub-holding* do grupo Sonae, com ativos nas áreas de tecnologia, media e telecomunicações, é admitida à negociação na Bolsa de Lisboa.

Estamos perante um grupo de empresas de domínio familiar, sendo que, o ano de 2007, passados mais de 40 anos desde a sua origem, ficou marcado pela passagem de testemunho de pai para filho. Belmiro de Azevedo passa a *Chairman* do grupo, dando o lugar de presidente Comissão Executiva (CEO) ao seu filho, Paulo de Azevedo. À semelhança de 1985, o ano de 2007 foi novamente um ano histórico, neste que é um dos maiores grupos empresariais portugueses à data, com a aquisição do Carrefour Portugal. Entretanto, em 2019, a história do grupo Sonae fica também marcada pela passagem de Paulo de Azevedo a *chairman* do grupo, cedendo o lugar executivo à sua irmã, Cláudia Azevedo – estava assim dado um novo passo para a passagem de testemunho dentro da família Azevedo.

8.2.1 Estrutura de propriedade

Em 1985, pela mão de Belmiro de Azevedo, a família assume uma posição maioritária no grupo. Conforme se referiu anteriormente estamos perante uma organização cujo “controlo” está associado a um grande império familiar, neste caso a família Azevedo. Ao longo das

últimas décadas a composição do capital social das empresas do grupo sofreu algumas alterações, porém, a gestão sempre esteve sob a alçada, primeiramente do pai, Belmiro de Azevedo e, após o seu afastamento, dos filhos Paulo Azevedo (2007) e Cláudia Azevedo (2019).

À data da realização deste estudo a Sonae SGPS, SA, detentora de 100% da Sonae MC – empresa dedicada ao setor do retalho, era controlada direta ou indiretamente, pela Efanor Investimentos SGPS, SA, empresa a partir da qual a família Azevedo gere as participações sociais detidas em cada uma das organizações em que investe, que soma 52,9% do capital, num total de 2.000.000 de ações ordinárias, com o valor nominal de um euro/cada. O Banco BPI, SA é o segundo maior acionista detendo, apenas, 4,80% das ações da empresa. Outras duas sociedades, a Invesco, Lda e a Criteria Caixa, SA, são as únicas com uma participação qualificada, representando individualmente, pouco mais de 2%, do total do capital social. O restante capital encontra-se disperso por vários acionistas, uma vez que esta se trata de uma sociedade de capital aberto, admitida à negociação na Euronext Lisboa.



FÍGURA 8.2.1: Estrutura Acionista – SONAE (adaptado R&C 2019)

8.2.2 Estrutura de *governance*

O grupo Sonae, à data da realização deste estudo, é liderado por Cláudia Azevedo (2019), que delegou a gestão executiva das suas subsidiárias a 6 (seis) personalidades externas à família, para cada um dos negócios em que se encontra em posição de domínio, ficando a gestão executiva da *holding* sobre a sua tutela e de João Dolores, o *Chief Financial Officer* (CFO). A sociedade *holding* e as participadas em que tem uma posição de domínio, adotam um modelo de *governance* **monista**, cuja estrutura de administração é atribuída ao Conselho de Administração e a estrutura de fiscalização é composta pelo Conselho Fiscal e pelo ROC. A organização da empresa compreende ainda a existência de várias comissões especializadas, tais como a Comissão de Auditoria e Finanças, a Comissão de Nomeações, a Comissão de Remunerações e ainda a Comissão de Ética, responsável pela promoção do Código de Ética e de Conduta da Sociedade. A presidir às diferentes comissões temos vários membros do

Conselho de Administração, sendo que nos casos da Comissão de Auditoria e Finanças e da Comissão de Remunerações, a presidência cabe a membros não executivos do grupo.

8.2.3 Estrutura de capital

Sendo esta a primeira organização em que se apresenta de forma detalhada a evolução na sua estruturas de capitais, importa começar por desenvolver melhor o conceito.

Assim, pode dizer-se, segundo Rodrigues (2009) que a estrutura de capitais se refere ao modo como as empresas financiam os seus ativos resultando da política de investimento. Pode dizer-se que traduz a proporção entre capital próprio e capital alheio de médio/longo prazo utilizado no financiamento dos ativos, na tentativa de encontrar a melhor combinação que maximize o valor de mercado da empresa. O recurso ao endividamento permite às empresas deterem mais ativos do que se o fizessem exclusivamente com recurso a recursos próprios. Porém, esta exposição aumenta o nível de risco em que os acionistas incorrem.

Após o anterior enquadramento importa perceber como evoluiu, na última década, a estrutura de capitais da Sonae. Com base nos R&C sabe-se que, em 2012, o grupo apresentava um endividamento total líquido de 1.816M de euros, para um volume de negócios de 5.379M de euros. Em 2019, o grupo apresentava um nível de dívida líquida de 1.150M de euros (redução de 12,7% em termos homólogos), para um volume de negócios de 6.435M de euros. No final do ano passado a dívida representava cerca de 27%, enquanto o capital próprio representava cerca de 50%, na estrutura de capital. Relativamente à Sonae MC, sociedade detentora das insígnias do retalho, nomeadamente o alimentar, apresentou um volume de negócios de 4.6M de euros, tendo subjacente uma dívida líquida de 591M de euros.

8.2.4 Conselho de Administração

O Conselho de Administração é o órgão responsável por gerir os negócios da sociedade, praticar todos os atos de administração relativos ao objeto social, determinar a orientação estratégica da sociedade e proceder à designação e supervisão da atuação da Comissão Executiva e das comissões especializadas por ele constituídas.

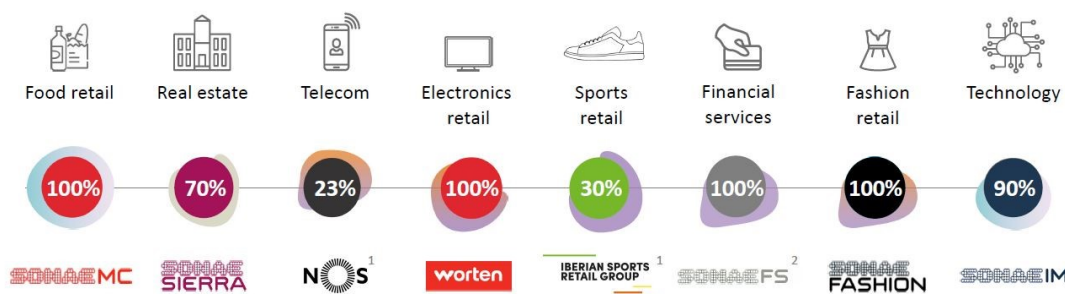
Tendo por base o Relatório de Governo, de 2019, pode ler-se que: “o Conselho de Administração considera que o modelo de governo adotado se demonstra adequado ao exercício das competências de cada um dos órgãos sociais, assegurando, de forma equilibrada

quer a sua independência quer o seu funcionamento. Adicionalmente, as comissões especializadas, adstritas a matérias de grande relevância, maximizam a qualidade da performance do órgão de administração, reforçando a qualidade do seu processo decisório”. Nos termos estatutários da sociedade, o Conselho de Administração pode ser composto por um número par ou ímpar de membros, entre um mínimo de três e um máximo de onze, eleitos pelos acionistas em Assembleia Geral de Acionistas, tendo o Presidente do Conselho de Administração voto de qualidade. Neste caso específico o Conselho de Administração é composto por 10 (dez) administradores, sendo Paulo Azevedo o *Chairman*, a sua irmã Cláudia Azevedo a CEO. Dos restantes, 7 (sete) são não executivos e destes, 4 (quatro) assumem a qualidade de independentes. Apesar de a empresa poder considerar-se como sendo de índole familiar, fica evidente após a leitura atenta de alguns documentos tornados públicos e que serviram de base para esta análise, que a Sonae segue parte dos princípios emanados pela CMVM e publicados pelo IPCG.

8.2.5 O setor do retalho alimentar – a Sonae MC e a marca Continente

Terminada a apresentação de toda a envolvente do grupo Sonae é o momento de concretizar a análise da sua participada Sonae MC, responsável pela gestão do negócio do retalho alimentar, que se procura evidenciar com este estudo.

A Sonae MC é uma empresa do vasto portefólio Sonae, não cotada em bolsa, detida em 100% pela Sonae SGPS, SA. Representou, em 2019, cerca de 73% do volume de negócios do grupo, motivo pelo qual, se destaca neste subcapítulo.



FÍGURA 8.2.5: Portefólio de Negócios – SONAE (adaptado da apresentação do dia dedicado ao mercado de capitais - 2019)

Seguindo o mesmo modelo de *governance* da *holding*, a Sonae MC tem como Presidente do Conselho de Administração, Cláudia Azevedo e como Presidente da Comissão Executiva

Luís Moutinho, fazendo ainda parte desta estrutura outras 8 (oito) personalidades adstritas aos diferentes pelouros da organização.

Enquanto empresa líder de mercado deste setor de atividade, a empresa emprega, com base nos dados do R&C 2019, perto de 35.000 pessoas, sendo que, destas 68,9% são do sexo feminino, embora este valor tenda a diminuir nos níveis hierárquicos superiores. A Sonae MC, tendo por base os acordos e compromissos assumidos pelo grupo na promoção para a igualdade de género, tenderá a fazer subir este indicador. Mormente, em virtude da sua dimensão pode considerar-se que ao nível da liderança existe uma grande departamentalização dos vários setores de atuação da empresa, existindo uma organização adstrita a cada negócio adjacente à sociedade.

A Sonae MC está presente em diversas áreas de negócio através de um portefólio diversificado e omnicanal, composto por um conjunto de insígnias e formatos complementares entre si. Presente em todo o território nacional e na região norte de Espanha, com mais de 1.200 lojas abertas, a empresa apresenta uma proposta de valor, com base na marca **Continente**, centrada no retalho alimentar, através de 5 (cinco) formatos distintos, sendo complementada pelos novos negócios (13) em crescimento.

8.3 O grupo Jerónimo Martins: a sua história

Ocupando o 50º lugar do ranking mundial segundo o estudo da Deloitte, o grupo Jerónimo Martins foi fundado no longínquo ano de 1792, ano em que a empresa Jerónimo Martins surge com a abertura de uma loja – Armazéns de Viveres, mais tarde denominada Jerónimo Martins & Filhos – no Chiado, em Lisboa, pela mão de um jovem empreendedor galego, de seu nome Jerónimo Martins.

Em 1920 um grupo de 5 (cinco) empresários do Norte apresenta uma proposta de aquisição da loja lisboeta por 1M de escudos. A situação da empresa era crítica, levando a que apenas dois dos cinco tenham prosseguido com o negócio no início da década, a saber: Elysio Pereira do Valle e Francisco Manuel dos Santos. Depois de alguns anos em que os sócios procederam à reestruturação da empresa, Francisco Manuel dos Santos confia a gestão do negócio ao seu genro, Elysio Alexandre dos Santos, em 1938. Esta empresa vira-se nos anos seguintes para o setor industrial, com a criação, em 1945, da empresa Fima – Margarinas e Óleos Alimentares. Em 1949 surge a parceria, ainda hoje em vigor, com a Unilever com vista à comercialização de alguns dos seus produtos (margarinas e detergentes).

Com a morte do seu pai, em 1968, Alexandre Soares dos Santos, filho do fundador, assume o controlo da empresa. A entrada no negócio da distribuição alimentar apenas surge 10 (dez) anos mais tarde, em 1980, quando abrem os primeiros supermercados do grupo. Passados dois anos, ou seja, em 1982 surge, à semelhança do que sucedeu no grupo Sonae, uma *joint venture* com a maior retalhista alimentar belga - Delhaize. Esta parceria possibilitou o aprofundar do conhecimento e do *know-how* do retalho alimentar, potenciando o grupo no setor alimentar, nomeadamente na vertente de produtos perecíveis. No ano em que celebra 200 anos de história, o grupo reposiciona-se no mercado com a “entrada em cena” da holandesa Ahold. Em 1994, o grupo inicia o seu processo de internacionalização com a entrada no mercado polaco com a marca Biedronka, após a aquisição da cadeia Eurocash (aquisição de 243 lojas, em 1997), o que permitiu um crescimento rápido, por via dos formatos *cash&carry*, hipermercados e supermercados *discount*. Em 1990, a expansão do grupo Jerónimo Martins, em Portugal, dá-se com a aquisição do *cash&carry* Arminho – distribuição grossista, que viria mais tarde a fornecer em grande escala o canal Horeca, e a empresa foca-se no mercado do *hard discount*, por via da insígnia Pingo Doce.

Entre 1999 e 2004, o grupo passou por enormes dificuldades financeiras, sendo obrigado até a alienar património considerado “não estratégico” e a abandonar alguns mercados, nomeadamente o brasileiro. Após a reestruturação, o grupo consegue excelentes resultados no mercado polaco. Em 2009, o grupo triplica o número de lojas em Portugal, passando a disputar a liderança do mercado do retalho alimentar com a Sonae MC (Continente), que em 2007 tinha adquirido o Carrefour Portugal. Este ano fica também marcado pela abertura das primeiras lojas Amanhecer, que vieram moldar as mercearias tradicionais de bairro.

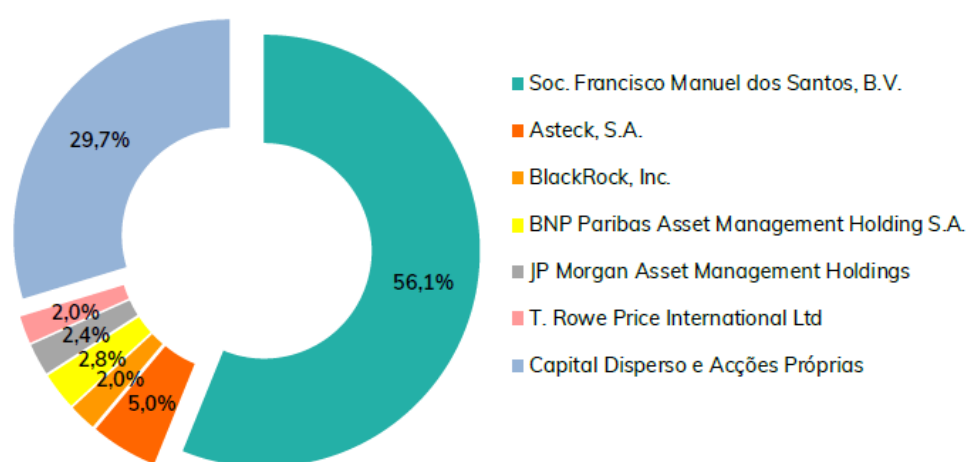
Em 2011, dá-se a internacionalização para a América latina, mais propriamente para a Colômbia, com a criação da insígnia Ara. Em 2012, altura em que Portugal atravessava uma grave crise económica, o grupo decide fazer a maior oferta promocional de sempre realizada em Portugal, no 1º de maio - Dia do Trabalhador, ao fazer um desconto imediato de 50% em todos os seus produtos.

Passados mais de 225 anos, o grupo opera em 3 (três) países dispersos por 2 (dois) continentes, como se evidenciou anteriormente.

8.3.1 Estrutura de propriedade

A Jerónimo Martins SGPS, SA, à semelhança do que sucede com o grupo Sonae, é uma

empresa de domínio familiar, neste caso controlada pela família Soares dos Santos. De geração em geração, primeiro com o avô Francisco Manuel dos Santos e depois com o genro; que, em 1968, cede a gestão ao seu filho Alexandre Soares dos Santos. Em 2013, Pedro Soares dos Santos, neto, atual Presidente do Conselho de Administração e também Administrador-Delegado da Jerónimo Martins, herda a gestão das empresas do grupo, dando continuidade à estratégia de vários anos definida pela família.



FÍGURA 8.3.1: Estrutura Acionista – JERÓNIMO MARTINS (adaptado R&C 2019)

Utilizando a sociedade-veículo Francisco Manuel dos Santos, B.V., a família Soares dos Santos detém 56,1% do capital da sociedade em análise, de um total de 629.291.220 ações, com o valor nominal de um euro/cada. Além do acionista maioritário, o capital social encontra-se dividido por mais 5 (cinco) sociedades com participação qualificada. Todavia, o segundo maior acionista, a Asteck, SA., representa apenas cerca de 5% do capital. Disperso em mercado secundário encontra-se 29,7% do capital. A sociedade é ainda detentora de 859 mil ações próprias, representativas de 0,14%.

8.3.2 Estrutura de *governance*

A Jerónimo Martins, como se referiu anteriormente, é maioritariamente detida e controlada pela família Soares dos Santos, sendo Pedro Soares dos Santos, cumulativamente, Presidente do Conselho de Administração e Administrador-Delegado. A sociedade adota, desde 2010, o modelo de *governance* **anglo-saxónico**, incluindo ainda a Comissão de Auditoria e o ROC. Para além dos órgãos estatutariamente previstos, existe ainda um órgão *ad-hoc*, denominado

Direção Executiva, de que fazem parte 10 (dez) personalidades escolhidas entre os quadros superiores do grupo, que têm como missão coadjuvar o Administrador-Delegado no desempenho das suas funções. A atual composição dos órgãos societários, nomeadamente do Conselho de Administração e da Comissão de Auditoria, mantém “a salvaguarda da diversidade de género, a diversidade etária, a diversidade de habilitações e a diversidade de antecedentes profissionais”, conforme se pode ler no R&C de 2019 da sociedade. Deste modo, apesar de a organização poder ser considerada de tipo familiar procura organizar-se, com base nas normas emanadas pelos órgãos europeus e nacionais (exemplo, as Recomendações, de 2018, do IPCG), integrando personalidades externas à família que possam ser uma mais-valia na condução dos destinos do grupo de empresas.

8.3.3 Estrutura de capital

Recordar que a estrutura de capitais compreende o conjunto de recursos (capital próprio mais capital alheio) necessários para financiar os ativos. Deste modo, analisar-se-á de seguida e por comparação com 2012, a estrutura de capitais atual da Jerónimo Martins.

Em 2012 e para um volume de negócios total do grupo de 10.873M de euros, a dívida líquida era de 359M de euros. Em 2019, a dívida líquida totalizava 2.176M de euros para um volume de vendas de 18.638M de euros. Em Portugal, o volume de negócios representou “apenas” 4.951M de euros, sendo que a insígnia Pingo Doce é responsável por 3.945M de euros.

8.3.4 Conselho de Administração

O Conselho de Administração, enquanto órgão responsável pela definição das linhas estratégicas e representante da vontade dos acionistas, é no caso da Jerónimo Martins constituído por 10 (dez) personalidades, sendo que destes fazem parte o Administrador-Delegado, Pedro Soares dos Santos, e 9 (nove) administradores não executivos, dos quais 6 (seis) são categorizados como independentes. Seguindo as normas definidas na lei da paridade para os cargos de decisão das empresas cotadas em bolsa, fazem parte do Conselho de Administração do grupo, Clara Christina Streit, Elizabeth Ann Bastoni e Maria Ángela Holguin, todas na qualidade de administradoras não executivas independentes.

Como anteriormente se referiu, apesar deste ser um grande grupo nacional de domínio familiar, sempre procurou no mercado de *top management* encontrar personalidades capazes de auxiliar as figuras da família na tomada de decisões que conduzissem ao sucesso do grupo.

Na busca deste objetivo, a sociedade procura no momento da seleção “combinar os atributos individuais de cada um dos seus membros, como a independência, a integridade, a experiência e a competência, com as especificidades da organização, designadamente o seu modelo de governo, a sua dimensão, a sua estrutura acionista e o seu modelo de negócio”, conforme se pode ler no R&C 2019.

8.3.5 O setor do retalho alimentar – a marca Pingo Doce

Enquadrada toda a configuração do grupo Jerónimo Martins, avança-se agora para um conhecimento mais aprofundado da sua insígnia de retalho alimentar. Com atuação em mercados como o polaco (em que é líder de mercado) e colombiano, é o **Pingo Doce** a sua “bandeira” em território nacional, além da cadeia grossista Recheio. Apresenta, em Portugal, vendas perto dos 5 mil milhões de euros, emprega mais de 33.000 pessoas e gere 528 lojas, sendo que destas fazem parte 441 supermercados. Olhando em detalhe ao perfil dos colaboradores, sendo a questão da igualdade de género uma parte integrante deste estudo e tendo por base os dados institucionais conhecidos, verificamos que do número total de colaboradores 66% são do sexo feminino. Está-se, portanto também, perante uma organização que apresenta um compromisso para a igualdade de género.

Para suportar o negócio do retalho alimentar, a Jerónimo Martins é detentora de 51% do capital da Pingo Doce – Distribuição Alimentar, SA, empresa de capital fechado. Os restantes 49% são detidos por um parceiro holandês de longa data do grupo, denominado Ahold Delhaize, que ocupa o 12º lugar no ranking apresentado pela Deloitte e já referido anteriormente – Global Powers of Retail 2020.



FÍGURA 8.3.5: Portefólio de Negócios – JERÓNIMO MARTINS (adaptado R&C 2019)

A Pingo Doce – Distribuição Alimentar, SA tem como Diretora Geral, Isabel Ferreira Pinto, que reporta ao Administrador-Delegado, Pedro Soares dos Santos. Em atuação desde 1980,

procura disputar a liderança do mercado do retalho alimentar, conforme se viu anteriormente, com as insígnias do grupo Sonae.

8.4 Outros concorrentes

Neste subcapítulo, procurar-se-á apresentar algumas das principais características de outros concorrentes relevantes, ainda que com um menor peso no mercado do retalho alimentar em Portugal. Tanto o grupo Os Mosqueteiros – Intermaché como o grupo Auchan (anteriormente conhecido por Jumbo), ambos de origem francesa, representam no mercado, individualmente, menos de 10%. De origem alemã, o grupo Schwarz – Lidl representa, aproximadamente, 10% do setor em Portugal.

Embora se encontrem há bastantes anos a atuar no mercado nacional estas cadeias têm uma menor expressão, apesar de apresentarem estratégias de penetração e expansão bastante diferenciadas.

LIDL – SCHWARZ

A criação do grupo Schwarz – Lidl, que ocupa o 4º lugar no ranking da Deloitte, remonta ao ano de 1930, na cidade de Neckarsulm, na Alemanha. Porém, é só em 1973 que o Lidl abre a sua primeira loja. Mais tarde, em 1989, inicia a sua internacionalização para o mercado francês, chegando a Portugal apenas em 1995. Com mais de 250 lojas (dados de 2018) em Portugal, o Lidl surge, no final de 2019, como terceiro *player* do mercado nacional, para além de estar presente em mais de 30 países. Atendendo à dimensão que o Lidl Portugal assume aos dias de hoje foi, em janeiro de 2019, nomeado como Administrador-Delegado, Alexander Frech, sucedendo a Massimiliano Silvestri, que retornou a Itália para assumir a mesma função de Administrador-Delegado, da subsidiária Lidl Itália. Apesar da parca informação sobre o modelo adotado por este grupo, tendo por base a literatura estudada, pode concluir-se que estamos perante um modelo de *governance* anglo-saxónico, apresentado a figura de Administrador-Delegado nas suas várias subsidiárias.

AUCHAN

Com a sua criação a remontar a meados do século passado (1960), o grupo Auchan, em 18º lugar no ranking da Deloitte, está atualmente presente em mais de 15 (quinze) países, dispersos por 3 (três) continentes. De origem francesa, é em 1961 que abre a sua primeira loja em Roubaix. Iniciou a sua expansão no começo da década de 80, com a abertura da sua

primeira loja em Espanha, em 1981. Em 1996 o grupo tem um crescimento exponencial, fruto de 3 (três) eventos com grande peso na sua estrutura até aos dias de hoje. A Auchan procedeu à aquisição de uma cadeia de hipermercados (Mammouth) e supermercados (Atac) em França, bem como adquiriu em Portugal o antigo Pão de Açúcar, que fazia parte do grupo Jumbo. Paralelamente, ocorreu ainda a abertura das suas primeiras lojas na Polónia e no Luxemburgo. Em 2001 dá início à atividade no mercado online, chegando a Portugal no ano de 2007. A configuração que hoje é conhecida, e que remonta a 2015, compreende uma *holding* dominada pelo Auchan Retail e pelo Ceetrus Group; uma especializada no negócio do retalho e outro com *know-how* sobre a gestão de centros comerciais, com especialização no “desenvolvimento de espaços comerciais inteligentes e sustentáveis”, conforme se pode ler no site institucional do grupo. Entre 2016 e 2018, com a nomeação do atual *Chairman* e CEO, Edgard Bonte, o grupo focou a sua estratégia no *rebranding*, optando por ter uma marca única em cada país, sendo que em Portugal todo o negócio do grupo passou a ser conhecido por Auchan. Em outubro de 2019, o grupo alienou a uma entidade financeira, denominada BPCE, 50,1% do capital, passando agora a ter como mais valia, além do conhecimento e capacidade instalada no negócio do retalho, um forte apoio do ponto de vista financeiro, na concretização dos seus objetivos de médio-longo prazo.

Em Portugal a subsidiária é liderada por Pedro Cid, que ocupa a posição de Diretor Geral na Auchan Retail Portugal, e conta com mais de 60 lojas. Pedro Cid, em conjunto com 10 diretores setoriais, compõem o órgão com “responsabilidade ao nível da supervisão, acompanhamento e implementação de estratégias de gestão da empresa”, conforme se pode ler no Relatório de Sustentabilidade, de 2018, da Auchan Retail Portugal. Destaca-se ao nível do *governance* que este é também um grupo dominado por uma empresa familiar – Associação Familiar Mulliez.

INTERMACHÉ

O grupo Os Mosqueteiros – Intermaché, em 29º lugar no ranking da Deloitte, é considerado um grande grupo mundial multi-insígnia, apresentando um modelo de negócio bastante diferente dos demais competidores em Portugal. Tendo por base um formato-tipo *franchising*, o grupo aposta numa organização participativa, em que cada associado dispõe de um voto, representativo de 100% do seu negócio. Considera-se assim a existência de cerca de 1450 coproprietários (Os Mosqueteiros, 2020) em todo o mundo, e tendo em Portugal mais de 250 lojas de proximidade só da insígnia Intermaché. Os associados, para além de serem

“donos do seu negócio”, podem ainda usufruir de uma estrutura comum ao nível das compras, logística, qualidade e comunicação, como se pode ler no seu site institucional.

Assim, e tendo em conta o modelo de gestão acima apresentado, pode concluir-se que este *player* tem um modelo de *governance* diferenciado e dissonante dos modelos teóricos anteriormente enunciados.

MERCADONA

Por fim, mas um facto que não poderia deixar de ser referenciado, face à ambição que o grupo colocou no projeto de internacionalização para Portugal, verifica-se a chegada em 2016 do grupo Mercadona, com a abertura da sua primeira loja em 2019. O 36º classificado do ranking da Deloitte, com um projeto de expansão ambicioso, é um novo *player* a procurar uma penetração no mercado nacional, primeiramente a Norte, estando apenas (Larguesa, 2020) prevista para 2022 a abertura da primeira loja no Sul, em Lisboa. Com apenas 10 lojas em Portugal, todas elas situadas nos distritos de Porto, Braga e Aveiro, este grupo apresentou, em 2019, um volume de negócios superior a 32M de euros, segundo dados publicitados pelo grupo. Além disso, e a título de curiosidade, investiu só no ano passado mais de 150M de euros em Portugal, onde conta com cerca de 900 colaboradores. Em termos de figura jurídica, o grupo Mercadona criou, para atuar em território nacional, a sociedade Irmãdona Supermercados, SA.

Para reforçar a ideia de que este poderá vir a ser um grande *player* no mercado português, citamos uma frase do CEO do Mercadona, Juan Roig: “Qualquer elefante quando nasce é pequeno” (Marcela, 2020)

Ao nível da liderança e do *governance* de notar que estamos mais uma vez perante uma organização de origem familiar, fundada em 1977. Em 1981, Juan Roig e a sua mulher, em conjunto com um irmão e Rafael Gómez (detentor de 20% do capital face aos 80% do casal anteriormente referido), passaram a controlar a totalidade da empresa. Juan Roig é, ainda nos dias de hoje, o Presidente do Conselho de Administração, tendo como Vice-presidente a sua esposa, Hortensia Herrero. Os restantes vogais do Conselho de Administração são na sua maioria membros da família, sendo Rafael Gómez, um dos fundadores do grupo, Presidente da Comissão de Auditoria.

8.5 Análise & Discussão: principais semelhanças e diferenças

Apresentadas todas as variáveis alvo do estudo para cada uma das organizações em análise, partindo dos vários instrumentos disponíveis e anteriormente referidos, procede-se agora à análise e discussão, procurando-se evidenciar as semelhanças e as diferenças entre cada uma das sociedades da amostra.

De seguida, evidenciar-se-á cada um dos tópicos abordados tendo presente cada uma das empresas detalhadas exaustivamente, bem como, se destacarão algumas particularidades relevantes das restantes, realizando uma análise mais aprofundada por cada área de análise.

Deste modo, importa começar por aludir ao primeiro conceito apresentado. A distribuição das ações de uma empresa pelas diferentes categorias de investidores é conhecida como a **estrutura de propriedade** (Ogden et al., 2003).

Tanto o grupo Sonae como o grupo Jerónimo Martins têm uma sociedade-veículo, a partir da qual cada família (família Azevedo e família Soares dos Santos) faz a gestão das suas participações. Pelo exposto, estamos perante uma situação de controlo maioritário, com “consequências” no que diz respeito à escolha dos seus líderes e das linhas estratégicas, e mesmo políticas, a adotar dentro de cada grupo de empresas.

Dos restantes *players* apresentados, no que se refere à estrutura de propriedade, apenas o grupo Os Mosqueteiros – Intermaché apresenta um modelo completamente dissonante, ao apostar numa estrutura participativa. No caso do grupo Auchan são duas empresas, com proporções semelhantes, mas com diferente *know-how*, as detentoras do capital social.

No que diz respeito ao modelos e **estrutura de governance** estamos perante empresas que apresentam diferenças expressivas. Sabe-se, pelos dados públicos disponíveis, que a Jerónimo Martins e o Lidl utilizam o modelo anglo-saxónico, delegando as competências de gestão na figura do Administrador-Delegado. Destaca-se que das 6 (seis) empresas ou grupos de empresas referidos neste capítulo, em 5 (cinco) a componente “família” está presente, tendo em muitos dos casos um peso muito considerável na definição das estratégias a adotar em cada sociedade. Em empresas multinacionais, com menor quota de mercado em Portugal, é utilizada a figura do Diretor Geral, como é o caso do grupo Auchan.

A **estrutura de capital** refere-se ao modo como as empresas financiam os seus ativos e resulta da política de investimento, do sistema jurídico-legal, do desenvolvimento do

mercado de capitais e do poder dos gestores (La Porta et al., 1998 & Levine, 2000).

Neste ponto a comparação terá por base apenas as duas organizações analisadas exaustivamente, tendo em conta que a informação sobre a estrutura de capital das restantes foi impossível de obter. Verifica-se uma postura mais conservadora, ao nível do endividamento, na Jerónimo Martins, por comparação com a Sonae. Ao longo dos vários R&C analisados esse é um ponto salientado e uma estratégia assumida pelo grupo.

Relativamente à composição do **Conselho de Administração**, começamos por referir que todas as empresas cotadas estão sujeitas, ao abrigo da Lei n° 62/2017, publicada em Diário da República (n° 147/2017), a 1 de agosto de 2017, a integrar nos seus *boards* um percentual de mulheres. Primeiramente, essa quota tinha obrigatoriamente que representar 20% do órgão de administração. Porém, a partir de janeiro de 2020, todas as assembleias eletivas para este órgão estão obrigadas a incorporar 33% de mulheres nos cargos, sejam estes executivos ou não executivos. De notar, que de todas as empresas analisadas, apenas a Sonae apresenta uma mulher no cargo de CEO, neste caso Cláudia Azevedo, desde 2019. Muitas das grandes empresas, mesmo não sendo cotadas em bolsa, adotam já esta recomendação da diversidade de género.

Sabe-se de antemão que a maioria das empresas são de domínio familiar, no entanto, é também transversal a todas a inclusão nos órgãos de gestão, de figuras multidisciplinares, de diferentes faixas etárias, com diferentes experiências, que congreguem características como a integridade e a competência.

PORTUGAL 2019 (informação pública)	Governance & Diversidade			Propriedade & Liderança		Informação Financeira		
	Modelo de Governance	Nº de Elementos no Conselho de Administração	% Mulheres no Board	Posição Maioritária	Empresa Familiar	Volume Negócios	Nº Lojas (principais insignias)	Nº Colaboradores
Sonae	Monista	10	3	Sim	Sim	4.6MM	292	34 998
Jerónimo Martins	Anglo-saxónico	10	3	Sim	Sim	4.9MM	441	33 743
Schwarz [Lidl]	Anglo-saxónico	-	-	Não	Sim	-	+ 250	+ 7 000
Auchan	-	11 (diretores)	4	Sim	Sim	1.5MM (ano 2018)	64	8 643 (ano 2018)
Os Mosqueteiros [Intermaché]	-	-	-	Não	Não	-	+ 250	-
Mercadona	-	-	-	Sim	Sim	32M	10	+ 900

TABELA 8.5.1: Quadro-Síntese – elaboração própria

A tabela a cima procura sintetizar todos os pontos abordados ao longo deste estudo, para além das variáveis alvo já referidas, e ainda fazer uma abordagem na ótica da liderança e da

diversidade de género. Da análise da mesma, resulta muito claramente a predominância (5 em 6) de um modelo, em que, independentemente da forma que o *governance* assume, se verifica o domínio de núcleos familiares com largos anos de história.

Procurar-se-á, de forma objetiva, fazer uma breve abordagem à **remuneração dos membros do Conselho de Administração**, tanto na Sonae como na Jerónimo Martins; duas das principais empresas do mercado do retalho, nomeadamente alimentar em Portugal. Tanto a Sonae como a Jerónimo Martins seguiram alguns princípios genéricos na definição da política de remuneração dos seus órgãos sociais, nomeadamente do Conselho de Administração. Deste modo, ambas as sociedades definiram para os seus executivos uma parcela remuneratória fixa e outra variável. No que diz respeito aos não executivos definiram a existência apenas da componente fixa, por forma a que estes mantenham o necessário distanciamento e supervisão da gestão executiva das organizações. Para o cálculo das remunerações, tanto da componente variável como da componente fixa, estas empresas levaram em linha de conta as principais políticas de remuneração adotadas nas grandes empresas mundiais procurando, assim, atribuir uma remuneração justa e adequada à função.

Para além disso, o ano 2020 fica marcado pelo **pagamento de dividendos**, correspondentes ao ano de 2019, já num cenário de pandemia Covid-19. Apesar deste cenário inesperado e imprevisível, as duas principais sociedades do setor da distribuição mantiveram o pagamento de dividendos aos seus acionistas. Porém, no caso da Jerónimo Martins, esta tinha anunciado um dividendo bruto de 0,345 euros por ação (excluem-se as ações próprias em carteira), e em maio, prudentemente, reviu esse pagamento para 0,21 euros, correspondente a um *payout ratio* de 29,4%. Por seu turno, a Sonae manteve a proposta inicial e pagou 0,0463 euros por ação. Em ambos os casos, estamos a avaliar o pagamento de dividendos em termos consolidados dos dois grandes grupos do retalho a atuar no mercado nacional.

Por fim, quanto à adoção das recomendações emanadas pelo Código de Governo das Sociedades (2018), pode afirmar-se que as duas principais empresas do setor cumprem, na globalidade, a maioria das recomendações. Neste ponto destaca-se apenas, com base na regra *comply or explain*, a não adoção integral, por parte da Jerónimo Martins, das recomendações ao nível das nomeações e remunerações, conforme se pode verificar com maior detalhe no Relatório de Governo da sociedade, de 2019.

9. Conclusão

O tema do *corporate governance* tem crescido de importância ao longo das últimas décadas, essencialmente nos últimos anos, apesar das primeiras abordagens remontarem já ao longínquo ano de 1932, pela mão de Adolph Berle e Gardiner Means, com o livro “*The Modern Corporation and Private Property*”. Os vários escândalos nacionais e internacionais, referidos ao longo do trabalho, tiveram o papel de forçar as principais organizações internacionais, europeias e nacionais responsáveis a tomar um conjunto de iniciativas que visaram garantir um conjunto de princípios e boas práticas na governança corporativa; destaca-se, a nível europeu, a publicação, em 1992, do Relatório de Cadbury e, a nível nacional, a criação, em 2003, do IPCG – Instituto Português de Corporate Governance e, em 2006, a publicação do “Livro Branco sobre o Corporate Governance”.

Por outro lado, ao falar em *corporate governance*, não se podem em meu entender dissociar dois outros temas que procurei abordar neste trabalho. Temas como a **diversidade e igualdade de género** ou a **liderança** estão intrinsecamente ligados, nos nossos dias, ao *corporate governance*. Tendo por base esta evidência, destaca-se o facto de os principais grupos terem planos a médio-longo prazo para a concretização de certos objetivos, que vão além da legislação em vigor, para a promoção da diversidade e igualdade de género. Por seu turno, apesar de muitas vezes se referirem os custos de agência, está-se cada vez mais na presença de líderes qualificados e capazes de proporcionar rentabilidades interessantes aos seus acionistas. Apesar de a maioria das empresas deste estudo ser de base familiar, a aposta numa gestão profissional é, aos dias de hoje, uma realidade irrefutável em face dos resultados que esta apresenta.

Tendo por base a metodologia de estudo de caso procurou-se analisar, exhaustivamente, as principais empresas do setor do retalho, nomeadamente do retalho alimentar, a atuar em Portugal. Podem assim dividir-se, tendo por base o estudo efetuado, as 6 (seis) organizações em dois grandes grupos: um primeiro, em que foram analisadas variáveis como a estrutura de propriedade, a estrutura de *governance*, a estrutura de capitais e a composição do Conselho de Administração, onde se incluem o grupo Sonae e Jerónimo Martins. Num segundo grupo, com uma análise mais limitada, em certa medida derivada dos constrangimentos provocados pela pandemia Covid-19, incluímos insígnias como o Lidl, o Auchan, o Intermarché e a Mercadona.

Com base na análise efetuada a cada uma das organizações anteriormente enunciadas, o

primeiro ponto a destacar é o facto, no que diz respeito ao setor do retalho alimentar, de as insígnias do grupo Sonae e do grupo Jerónimo Martins representarem mais de metade do *market share*, com base nos dados de 2019. Olhando novamente apenas para estas duas sociedades existe desde logo uma diferença que deve ser salientada, ou seja, o grupo Sonae adota o **modelo monista**, enquanto que o grupo Jerónimo Martins adota o **modelo anglo-saxónico**, no que diz respeito às suas estruturas de *governance*. Ambos os grupos, em que o núcleo familiar detém uma posição dominante, têm 10 (dez) membros no Conselho de Administração, sendo que destes 30% são mulheres. Este percentual cumpre, à data da última assembleia eletiva de cada uma das sociedades, o decreto-lei que define as quotas para as empresas cotadas em bolsa. Porém, à medida que se desce na hierarquia este valor tende a crescer, contrariamente ao que acontece quando se fala no *top management*, em que existe um reduzido número de mulheres. Um estudo da União Europeia sobre a Igualdade de Género, em 2015, refere que dos CEO's presentes nas empresas europeias, apenas 7% são mulheres. No caso de Portugal, não apenas nas organizações alvo do estudo, mas também no total das empresas cotadas, apenas a Sonae apresenta como CEO uma mulher, em concreto Cláudia Azevedo que sucedeu ao seu irmão, Paulo, em 2019, nos destinos executivos do grupo. Como anteriormente se referiu, e em linha com o que se passa um pouco por todo o mundo ocidental, muitas das principais empresas, dos diferentes setores de atividade, têm origem familiar, podendo este ser um fator determinante na escolha dos seus líderes e gestores, bem como na definição de políticas estratégicas, como é o caso da igualdade de género já referida. Em suma, apesar das diferenças anteriormente referidas e sendo este um estudo qualitativo, é possível concluir que o setor do retalho representa uma importante fatia no mercado de trabalho em Portugal. Além disso, e pelo facto de no caso do retalho alimentar as empresas dependerem do consumo em larga escala de bens essenciais ou de primeira necessidade, acontece que num cenário de crise ou de maior incerteza como aquele que hoje atravessamos, este é um dos setores que melhor se consegue adaptar às exigências dos seus consumidores; isto ficou evidenciado, nomeadamente no caso da insígnia Continente, do grupo Sonae, quando em pleno pico da primeira vaga da pandemia de Covid 19, definiram como mote a utilização do *hashtag* #AlimentarPortugal na sua política de comunicação.

Apesar das limitações atuais, em estudos futuros semelhantes é importante conseguir-se acomodar análises mais profundas, nomeadamente sobre a capitalização bolsista das empresas e o tratamento de um conjunto de indicadores financeiros, mesmo que mais superficiais, que permitam complementar a análise qualitativa. Na elaboração deste estudo o

acesso a informação detalhada, nomeadamente sobre quotas de mercado e níveis de rentabilidade foi difícil, em alguns casos impossível, de obter, porque apesar de existirem empresas dedicadas à realização desses estudos, há sempre um custo associado à obtenção de informação detalhada que seria inoportuno para o autor do mesmo.

10. Referências Bibliográficas

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance (pp. 291–309). *Journal of Financial Economics*.
- Alves, C. F. F. (2003). *Os investigadores institucionais e o governo das sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*. Faculdade de Economia do Porto.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. V. (2003). Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3), 1308-1328.
- Antas, A. R. R. (2016). *Corporate Governance e o Desempenho Das Empresas Portuguesas*. Instituto Superior das Ciências do Trabalho e da Empresa.
- Auchan. (2018). *Relatório de Sustentabilidade Auchan 2018*.
- Auchan. (2019). *Rapport Financier Annuel et Declaration de Performance extra-financiere*.
- Bass, B. M., & Riggio, R. E. (2006). *Transformational leadership* (2ª Edição). Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum.
- Batista, C. (2009). *As variáveis determinantes na escolha de um modelo de Corporate Governance em Portugal*. Faculdade de Economia do Porto.
- Bell, J. (1997). *Como realizar um projecto de investigação* (1ª Edição). Gradiva.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Bryman, A. (1992a). *Charisma and leadership in organizations*. London: Sage.
- Bryman, A. (1992b). *Charisma and Leadership in Organizations*. London: Sage.
- Burkart, M., Panunzi, F., & Shleifer, A. (2003). Family firms. *The Journal of Finance*, 58(5), 2167–2202.
- Cadbury, A. (1992). The financial aspects of Corporate Governance. *The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*.

- Carvalho, J. E. (2002). *Metodologia do trabalho científico: "Saber-Fazer" da investigação para dissertações e teses*. Arial Editora.
- Chan, A. (2005). Authentic leadership measurement and development: Challenges and suggestions. *W. L. Gardner, B. J. Avolio, & F. O. Walumbwa*, 227–251.
- CMVM. (2008). *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal*.
<http://www.cmvm.pt/pt/estatisticasestudosepublicacoes/estudos/aexos/pages/20081128a.aspx>
- CMVM. (2013). *Código de Governo das Sociedades da CMVM*.
- Credit Suisse. (2011). Asian Family Business Report 2011. *Emerging Markets Research Institute*.
- Danielson, M. G., Heck, J. L., & Shaffer, D. R. (2008). Shareholder Theory - How Opponents and Proponents Both Get It Wrong. *Journal of Applied Finance*, 18(2), 62–66.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*.
- Deloitte. (2020). *Global Powers of Retailing 2020*.
https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Consumer-Business/Report_GPR2020_5Feb.pdf
- Donaldson, T., & Preston, L. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications (pp. 65–91). *Academy of Management Review*.
- Faccio, Lang, M. and, & Larry, H. P. (2000). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.
- Fleishman, E. A., Mumford, M. D., Zaccaro, S. J., Levin, K. Y., Korotkin, A. L., & Hein, M. B. (1991). Taxonomic efforts in the description of leader behavior: A synthesis and functional interpretation. *Leadership Quarterly*.
- Freeman, R. E. (1994). The politics of stakeholder theory: some future directions (pp. 409–422). *Business Ethics Quarterly*.

- Gil, A. C. (1999). *Método e técnicas de pesquisa social* (5ª Edição). Editora Atlas S.A.
- Gugler, K., Mueller, D., & Yurtoglu, B. (2004). Corporate Governance and Globalisation (Vol. 20). *Oxford Review of Economic Policy*.
- Holmstrom, B., & Kaplan, S. (2001). Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s" (pp. 121–144). *Journal of Economic Perspectives*, Vol.15, nº2.
- House, R. J., Hanges, P. J., Javidan, M., Dorfman, P. W., & Gupta, V. (2004). *Culture, leadership, and organizations: The GLOBE study of 62 societies*. Thousand Oaks, CA: Sage.
- Huse, M. (2007). Boards, Governance and value creation: the human side of Corporate Governance (pp. 439–444). *Journal of Management & Governance*.
- Instituto Português de Corporate Governance. (2018). *Código de Governo das Sociedades*.
- IPCG. (2019). *Relatório Anual de Monitorização*.
- Jensen, M. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function (pp. 297–317). *European Financial Management*.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jerónimo Martins. (2019). *Relatório de Governo da Sociedade*.
- Jerónimo Martins. (2020). *Jerónimo Martins adere ao Target Gender Equality*.
https://www.jeronimomartins.com/pt/press_releases/pr_20200820_1_pt/ (acedido em 1 de setembro de 2020)
- Jones, C., Hesterly, W. S., & Borgatti, S. P. (1997). A general theory of network governance: exchange conditions and social mechanisms (pp. 911–945). *Academy of Management Journal*.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54 (2), 471-517.

- La Porta, R., Silanes, F. L., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6):1113-1155.
- Larguesa, A. (2020). Mercadona aproxima-se do Sul com abertura em Aveiro. *in* Jornal de Negócios Online.
<https://www.jornaldenegocios.pt/empresas/comercio/detalhe/mercadona-aproxima-se-do-sul-com-abertura-em-aveiro> (acedido em 15 de agosto 2020)
- LeanIn.Org and McKinsey & Company. (2018). *Women in the Workplace 2018*.
- Lei n.º 62/2017. (2017). Regime da representação equilibrada entre mulheres e homens nos órgãos de administração e de fiscalização das entidades do setor público empresarial e das empresas cotadas em bolsa. *Diário Da República n.º 147/2017*.
- Levine, R. (2000). “*Son mejores os sistemas financeiros basados em el sistema bancario o los basados en el Mercado bursátil?*” *Economía Chilena*.
- LIDL. (2016). *Relatório de Sustentabilidade*.
- Madgavkar, A., Elingrud, K., & Krishnan, M. (2018). *The Economic Benefits of Gender Parity*.
- Marcela, A. (2020). Juan Roig sobre Mercadona em Portugal.”Qualquer elefante quando nasce é pequeno”. *in* Dinheiro Vivo Online.
<https://www.dinheirovivo.pt/empresas/mercadona-fatura-mais-de-32-milhoes-em-portugal/> (acedido em 15 de agosto de 2020)
- Morck, R., & Yeung, B. (2003). Agency problems in large family business groups. *Entrepreneurship Theory & Practice, Summer* (pp. 367–382).
- Northouse, P. (2016). *Leadership: “Theory and Practice”* (7ª Edição). SAGE.
- OCDE (1999), *Business Incubation –International Case Studies*.
<http://www.oecd.org/cfe/leed/businessincubationinternationalcasestudies.htm>
- OCDE. (2014). *Society at a Glance*. https://read.oecd-ilibrary.org/social-issues-migration-health/society-at-a-glance-2014_soc_glance-2014-en#page15
- Ogden, J. P., Jen, F. C., & O’Connor, P. F. (2003). *Advanced Corporate Finance: Policies and*

- Strategies*. Pearson Education, Inc.
- Os Mosqueteiros. (2020). *Insignias- Em cada aderente, um parceiro*.
<https://www.mosqueteiros.com/os-mosqueteiros/empresarios-independentes/>
- Pinto, J. C. (2013). *A emergência e o Futuro do Corporate governance em Portugal*. ALMEDINA.
- Prigge, S. (1998). *A Survey of German Corporate Governance*.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=159562
- Provan, K. G., & Kenis, P. (2008). Modes of network governance: Structure, management and effectiveness (pp. 229–252). *Journal of Public Administration Research and Theory*.
- PwC. (2015). *Mulheres em Portugal - Onde estamos e para onde queremos ir*.
<https://www.pwc.pt/pt/publicacoes/imagens/2015/pwc-mulheres-em-portugal.pdf>
- Robinson, G., & Dechant, K. (1997). *Building a business case for diversity (pp. 11(3)-21–31)*. *The Academy of Management Executive*.
- Robson, C. (2001). Real world Research: A resource for Social Scientists and Practitioner-Researchers, *Blackwell Publishers*.
- Rodrigues, J. (2009). *Corporate Governance- Retomar a confiança perdida*. Escolar Editora.
- Sandberg, S. (2014). *Faça Acontecer- Mulheres, Trabalho e a Vontade de Liderar*. Editorial Presença.
- Sandberg, S., & Thomas, R. (2018). Progress for Women Isn't Just Slow—It's Stalled. *The Wall Street Journal*.
- Seeman, M. (1960). *Social status and leadership*. Columbus: Ohio State University, Bureau of Educational Research.
- Serrano, C. C., & Letamendia, L. N. (2012). *La creación de valor en la empresa familiar europea cotizada (2001-2010)*.
- Silva, A. S., Vitorino, A., Alves, C. F., Cunha, J. A. Da, & Monteiro, M. A. (2006). *Livro branco sobre corporate governance em Portugal* (1st ed.). Instituto Português de Corporate

Governance.

Sonae. (2012). *Relatório de Gestão 2012*.

Sonae. (2019a). *Relatório de Governo da Sociedade 2019*.

Sonae (2019b). *Relatório e Contas 2019*.

Sonae. (2019c). Apresentação "*Capital Markets Days*".

Sonae. (2019d). Plano para a igualdade de Género.

https://www.sonae.pt/fotos/comunicados/plano_para_a_igualdade_pt_20191008_19452582165d9cabb7adf1d.pdf (acedido em 8 de setembro de 2020)

Sonae MC. (2019). *Relatório Anual 2019*.

Tricker, B. (2012). *Corporate Governance-Principles, Policies and Practises*. Oxford University Press.

Tricker, R. B., & Tricker, R. I. (2015). *Corporate governance: Principles, policies, and practices*. Oxford University Press, USA.

União Europeia. (2015). *Gender Equality in Power and Decision-Making*.

Winter, J., European Commission, & High-Level Group of Company Law Experts. (2002). Relatório Winter II. *European Commission*.

Wirtz, P. (2000). *Comptabilité Financière et Gouvernement des Entreprises: Le Potentiel des Études de Cas pour la Compréhension des Processus*. (pp. 121–135).

Yin, R. K. (1994). *Pesquisa Estudo de Caso - Desenho e Métodos* (2ª Edição). Bookman.