

O GOVERNO DAS MAIORES EMPRESAS DE CONSTRUÇÃO EM PORTUGAL

por

André Campos Martins Carreira

Tese de Mestrado em Economia

Orientação:

Prof. Doutor Hélder Manuel Valente da Silva

Faculdade de Economia

da

Universidade do Porto

2009

Nota Biográfica

André Campos finalizou a sua licenciatura em Economia pela Universidade Lusíada do Porto em Julho de 2002.

Ingressou em Outubro de 2002 na empresa Mota & Companhia, SA, onde realizou um estágio com a duração de seis meses no Departamento Administrativo e Financeiro do Agrupamento Complementar de Empresas (ACE) Lusitânia, constituído com o intuito de proceder à concepção, projecto e construção das auto-estradas das Beiras Litoral e Alta (A25), e cujo orçamento rondava os 800.000.000€.

Em Abril de 2002 foi destacado para exercer funções de Adjunto de Chefe de Departamento Administrativo e Financeiro do ACE Portuscale, constituído com o propósito de proceder à concepção, projecto e construção das auto-estradas do Grande Porto, projecto este orçado em cerca de 450.000.000€.

De Dezembro 2006 a Outubro de 2008, passa a exercer as funções de Responsável Administrativo e Financeiro dos ACE's Portuscale e Lusitânia.

Desde Outubro de 2008, e até à presente data, exerce funções de Chefe de Departamento Administrativo e Financeiro nos ACE's DIACE e DIEXP, responsáveis pela concepção, projecto, expropriações e construção das estradas do Douro Interior, cujos montantes envolvidos deverão rondar os 700.000.000€, com um horizonte temporal de três anos.

Todas estas funções foram realizadas na qualidade de colaborador destacado pela Mota-Engil, Engenharia e Construção para aquelas empresas.

Agradecimentos

A realização de uma tese de mestrado, apesar da sua natureza solitária, contou com a confiança e o apoio de inúmeras pessoas sem as quais a sua conclusão não teria sido possível.

Ao Prof. Doutor Hélder Valente da Silva reitero os agradecimentos por toda a partilha de saber e úteis conselhos, mas sobretudo pela disponibilidade desde sempre demonstrada.

À minha esposa Betina, pela paciência e apoio dado, e a todos aqueles que contribuíram para a minha educação e formação pessoal, nomeadamente os meus avós maternos, expresso a minha eterna gratidão.

Resumo

O sector da construção civil e obras públicas, segundo dados da Deloitte/ANEOP, representa, indirectamente, cerca de 18% do PIB português, o que lhe atribui a qualidade de segundo sector com maior relevância na economia nacional, superado apenas pelo sector público.

Tendo como base o enquadramento teórico, legal e evolução do “Corporate Governance” em Portugal, este trabalho pretende efectuar uma caracterização do governo dos maiores “players” do sector, efectuado uma análise crítica, enquadrando-o segundo o código de boas práticas da CMVM e apontando sugestões de melhoria.

Sendo a internacionalização, diversificação de actividades e concentração apontados como os principais “drivers” para o crescimento das empresas e sobrevivência do sector, a temática do governo das sociedades reveste-se de fulcral importância.

Do estudo efectuado, conclui-se que as construtoras cotadas em bolsa apresentam um grau de cumprimento das recomendações da CMVM superior à média da totalidade das sociedades cotadas, sendo de registar a “performance” da Soares da Costa, com 82,06% das recomendações que lhe são aplicáveis cumpridas.

Como principais lacunas no governo das construtoras pode-se apontar o número de administradores independentes, a falta de clareza acerca da remuneração dos órgãos sociais, critérios de avaliação e natureza da sua aplicabilidade como mecanismo de alinhamento de interesses entre gestores e accionistas, e a inexistência/composição de algumas comissões especializadas de modo ser obtida uma maior eficiência na gestão das sociedades e uma maior percepção de fiabilidade e segurança das empresas por parte do mercado.

Índice Geral

Parte I – “Corporate Governance” – enquadramento teórico / breve revisão da literatura

Introdução.....	1
1. Definição de “Corporate Governance”.....	2
2. Sistemas de Governo das Empresas.....	4
2.1. Sistema continental/controlo interno.....	4
2.2. Sistema anglo-saxónico.....	8
3. Mecanismos de Governo das Empresas.....	11
3.1. “Governance” Interno – mecanismos.....	12
3.1.1. Conselho de Administração.....	13
3.1.2. Incentivos/remuneração dos gestores.....	14
3.2. “Governance” Externo – mecanismos.....	16

Parte II – “Corporate Governance” em Portugal – sua evolução e enquadramento legal

1. A génese do “Corporate Governance” e sua evolução até aos nossos dias – perspectiva histórica.....	18
2. “Corporate Governance” em Portugal – recomendações da CMVM.....	21
2.1 Recomendações da CMVM.....	22
2.2 Revisões das Recomendações da CMVM.....	24
2.2.1. Primeira revisão das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas (2001).....	24
2.2.2. Segunda revisão das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas (2003).....	25
2.2.3. Terceira revisão das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas (2005).....	25
2.2.4. Quarta revisão das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas (2007).....	25
2.2.5. Projecto de Alteração ao Código do Governo das Sociedades (Recomendações) – revogação do Regulamento da CMVM n.º 1/2007.....	26
3. O Governo das Sociedades Cotadas em Portugal.....	29

Parte III – O sector da construção em Portugal – análise ao “Governance” dos principais players nacionais

1. Caracterização e desafios do sector da Construção Civil e Obras Públicas em Portugal.....	32
1.1. A realidade do sector da Construção Civil e Obras Públicas em Portugal.....	32
1.2. Oportunidades e ameaças actuais para as empresas do sector.....	35
2. Os maiores “players” nacionais do sector da Construção Civil e Obras Públicas em Portugal.....	36
2.1. Identificação das maiores empresas do sector.....	36
2.2. Breve resenha histórica dos maiores “players” nacionais.....	37
2.3. Análise global de cada um dos cinco maiores “players” nacionais.....	41
3. “Governance” das maiores construtoras portuguesas.....	48
3.1. Caracterização do governo de cada um dos 5 “players” do sector da construção.....	48
3.1.1. Mota-Engil.....	48
3.1.2. Teixeira Duarte.....	53
3.1.3. Soares da Costa.....	58
3.1.4. Somague.....	64
3.1.5. OPWAY.....	68
3.2. Síntese dos modelos de governo adoptadas por cada uma das construtoras.....	68
3.3. O cumprimento das recomendações da CMVM por parte das construtoras cotadas em bolsa.....	72
3.4. Sugestões para melhoria do governo das construtoras cotadas.....	80
3.5. Remuneração da administração vs remuneração dos accionistas vs performance da empresa.....	82
3.5.1. Enquadramento teórico.....	82
3.5.2. O caso das construtoras portuguesas cotadas.....	84
Parte IV – Conclusões.....	93
Bibliografia.....	96

Índice de Quadros

Quadro 1 - Distribuição do controlo accionista das empresas na Europa e EUA.....	4
Quadro 2 - Distribuição dos maiores accionistas na Europa.....	7
Quadro 3 - Identificação das maiores oportunidades e ameaças que o sector da construção enfrenta.....	35
Quadro 4 - Diagrama de oportunidades do sector.....	36
Quadro 5 - Ranking das 5 maiores empresas construtoras portuguesas.....	37
Quadro 6 - Mota-Engil: Vendas e Prestação de Serviços por Áreas de Negócio.....	41
Quadro 7 - Estrutura accionista da Mota-Engil.....	42
Quadro 8 - Teixeira Duarte: Vendas e Prestação de Serviços por Áreas de Negócio.....	43
Quadro 9 - Teixeira Duarte: Distribuição do V.N. por mercados.....	43
Quadro 10 - Estrutura accionista da Teixeira Duarte.....	44
Quadro 11 - Soares da Costa: Vendas e Prestação de Serviços por Áreas de Negócio.....	44
Quadro 12 - Soares da Costa: Distribuição do V.N. por mercados.....	45
Quadro 13 - Estrutura accionista da Soares da Costa.....	45
Quadro 14 - Somague: Vendas e Prestação de Serviços – construção.....	46
Quadro 15 - Somague: Distribuição do V.N. por mercados.....	46
Quadro 16 - Opway, Opca e Sopol: Vendas e Prestação de Serviços – construção.....	47
Quadro 17 - Organigrama de governo da sociedade Mota-Engil.....	48
Quadro 18 - Organigrama de governo da sociedade Teixeira Duarte.....	53
Quadro 19 - Organigrama de governo da sociedade Soares da Costa.....	59
Quadro 20 - Estrutura de governo adoptado pelas Construtoras cotadas.....	69
Quadro 21 - Cumprimento das recomendações da CMVM por parte das construtoras cotadas , de acordo com o modelo constante do Anexo ao Regulamento n.º 1/2007 da CMVM.....	72
Quadro 22 (gráfico) - Recomendações adoptadas e não adoptadas pelas construtoras cotadas (em percentagem).....	78
Quadro 23 - Repartição das remunerações auferidas pelo CADM da Mota-Engil em 2008.....	86
Quadro 24 - Afectação do resultado líquido da Mota-Engil em 2007 para pagamento de dividendos e remuneração variável ao CADM.....	86

Quadro 25 - Repartição das remunerações auferidas pelo CADM da Teixeira Duarte em 2008.....	89
Quadro 26 - Afectação do resultado líquido da Teixeira Duarte em 2007 para pagamento de dividendos.....	90
Quadro 27 - Repartição das remunerações auferidas pelo CADM da Soares da Costa em 2008.....	92
Quadro 28 - Resultado líquido da Soares da Costa em 2007/2008 e remuneração auferida pelo CADM.....	92

Parte I – “Corporate Governance” – enquadramento teórico / breve revisão da literatura

Introdução

Temos assistido na última década a escândalos financeiros relacionados com as contas das empresas e outras fraudes associadas aos gestores de topo das empresas como, por exemplo, Enron, Worldcom, Arthur Andersen, e, no último ano, Lehman Brothers e o caso de Robert Madoff, e a nível nacional, BPN, Banco Privado Português e Millenniumbcp. Todos estes casos têm suscitado o interesse da comunicação social, público em geral e académicos, sendo trazida a público a questão: Será que a gestão das empresas é efectuada de acordo com os interesses dos accionistas e “stakeholders” (trabalhadores, fornecedores, credores, isto é, de todas as partes interessadas no sucesso da empresa em causa)?

Esta questão associada ao governo das empresas não é um fenómeno tão recente. Com a falência de diversas empresas no final da década de 80, início da década de 90, foram publicados diversos estudos com recomendações acerca do governo das empresas, tendo muitas destas recomendações sido adoptadas por diversos reguladores de mercados de valores mobiliários, sendo de destacar o Relatório Cadbury (1992), cujas recomendações ao funcionamento dos Conselhos de Administração e Sistemas de Contabilidade das empresas de modo a minimizar os riscos e falhanços do governo das sociedades, estabelecem um ponto de partida para inúmeros estudos acerca do grau de cumprimento destas recomendações pelas empresas.

O “Corporate Governance” é importante para o mundo globalizado em que hoje vivemos, tendo inclusive o Prémio Nobel da Economia do presente ano sido atribuído a Elinor Ostrom e Oliver E. Williamsom, pelo trabalho desenvolvido na investigação e análise desta área da economia. No trabalho desenvolvido por Ostrom ficou demonstrado como a propriedade comum pode ser gerida de uma forma rentável pelas associações de utilizadores, tendo Williamsom sido galardoado pela teoria que desenvolveu acerca das empresas funcionarem como estruturas de resolução de conflitos, inserindo o “Corporate Governance” como um tema prioritário sobre o qual todos os agentes económicos de devem preocupar.

1. Definição de “Corporate Governance”

Os estudos desenvolvidos por Berle e Means (1932), Fama e Jensen (1983) e Shleifer e Vishny (1986), sugerem que “Corporate Governance” diz respeito ao conjunto dos mecanismos de controlo, tanto internos como externos, que reduzem os conflitos de interesses entre gestores e accionistas, resultado da separação entre a posse e o controlo/ gestão da empresa, sendo que estes últimos autores, em 1997, definem, genericamente, “Corporate Governance” como o conjunto de métodos que asseguram que os investidores obtêm um retorno do investimento efectuado (financiadores, accionistas ou credores).

A OCDE (1999) define “Corporate Governance” como “... sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas. A estrutura do “Corporate Governance” especifica a distribuição dos direitos e das responsabilidades dos diferentes participantes na empresa – o conselho de administração, os gestores, os accionistas e outros intervenientes – e dita as regras e os procedimentos para a tomada de decisões nas questões empresariais. Ao fazê-lo, fornece também a estrutura através da qual a empresa estabelece os seus objectivos e as formas de atingi-los e monitorizar o seu desempenho, definindo ainda os pilares do sistema: equidade (pressupondo igual tratamento e igualdade de oportunidades para investidores e accionistas); transparência (visibilidade permanente e divulgação oportuna, relevante e fiável da informação financeira, operacional e dados relativos à estrutura accionista); avaliação (monitorização e avaliação quantitativa da acção Órgão de Administração e Gestão); responsabilidade (ênfase no respeito pela regulamentação aplicável e na auto-regulação através das melhores práticas na orientação para os “stakeholders”).

Para Zingales (1998), “Corporate Governance” é o conjunto complexo de restrições que modelam a negociação ex-post sobre os quasi-rendas¹ gerados pela empresa.

John e Senbet (1998) defendem que “Corporate Governance” lida com os mecanismos pelos quais os “stakeholders” de uma empresa exercem o controlo sobre a empresa, de forma a que os seus interesses estejam assegurados, incluindo como

¹ Quasi-rendas – termo analítico utilizado em economia, e que se refere ao rendimento obtido em excesso relativamente ao custo de oportunidade pós investimento por um custo de investimento afundado. Alfred Marshall (1842-1924), economista, foi o primeiro a observar quasi-rendas.

“stakeholders” não só os accionistas, mas também os detentores de dívida, colaboradores, fornecedores, clientes e demais partes interessadas. Já Maher e Anderson (1999) alegam que o “Corporate Governance” é um dos factores chave para promoção da eficiência microeconómica, afectando ainda o desenvolvimento e funcionamento dos mercados de capitais, bem como exerce uma forte influência na afectação de recursos.

Jensen e Meckling (1976) vêem o “Corporate Governance” como a relação entre uma empresa e os seus accionistas – paradigma financeiro tradicional, expresso na teoria da agência. Em sentido lato, pode ser considerado como a teia de relações entre a empresa e os seus accionistas, bem como entre a empresa e as demais partes/entidades interessadas – paradigma comunitário, pluralista ou estratégico (Freeman (1984), António (2003), Pérez (2003), Solomon e Solomon (2004)).

Numa perspectiva mais global, Gillan e Starks (1998) definem este conceito como sendo o sistema de leis, regras e factores que controlam as operações de uma empresa.

Estamos assim em condições de distinguir o Governo das Empresas (“Corporate Governance”) e a Gestão das Empresas. Enquanto esta última diz respeito à relação entre o gestor (es) e os seus subordinados, o Governo das Empresas mais não é do que o conjunto de mecanismos implementados de forma a alinhar os interesses dos gestores com os interesses dos accionistas, evitando assim uma gestão movida por interesses meramente pessoais (Rodrigues, 2008).

Podemos afirmar que todas as definições de Governo das Empresas possuem um tronco comum, a existência de conflitos de interesses, resultado da separação entre a posse e o controlo, bem como a repartição da riqueza gerada por uma empresa. De um ponto de vista contratual, é consensual que os problemas de Governo das Empresas não se resolvem através da via contratual, dada a incerteza, o problema da assimetria da informação e os custos contratuais decorrentes da relação entre os detentores do capital e os gestores.

Independentemente da definição particular a que podemos recorrer, dada a existência de tais problemas de Governo das Empresas, são necessários mecanismos para atenuar e gerir os conflitos daí resultantes, qualquer que seja o sistema de “governance” adoptado pelo país onde a empresa é sediada.

2. Sistemas de Governo das Empresas

Apesar de cada país ter um sistema de controlo e um enquadramento institucional e legal próprios, é usual dividir-se em dois os sistemas de governação, o sistema continental/controlo interno e o sistema anglo-saxónico/controlo externo (pelo mercado). A estrutura e o papel dado ao mercado de capitais são características intrínsecas a cada um dos modelos.

O Quadro 1 é elucidativo das diferenças entre as estruturas de controlo das empresas nos sistemas continental e anglo-saxónico.

Quadro 1

Distribuição do controlo accionista das empresas na Europa e EUA

País	Amostra	Accionista			
		Maior	2.º Maior	3.º Maior	4.º ao 10.º
Áustria ^{a)}	600	82,2	9,5	1,9	6,5
França ^{a)}	403	56,0	16,0	6,0	5,0
Itália ^{a)}	214	52,3	7,7	3,5	5,1
Holanda ^{b)}	137	28,2	9,2	4,3	7,1
Espanha ^{a)}	394	38,3	11,5	7,7	10,3
Reino Unido ^{b)}	248	14,0	8,3	6,1	9,2
EUA - NYSE ^{b)}	1.309	8,5	3,7	1,8	0,9
EUA - NASDAQ ^{b)}	2.831	13,0	5,7	3,0	1,6

		Maior	2.º + 3.º	4.º + 5.º	6.º ao 10.º
Bélgica ^{a)}	135	55,8	6,9	0,6	0,2
Alemanha ^{a)}	402	59,7	8,6	2,6	0,3

Nota: dados de 1996, à excepção da Bélgica (1994) e Reino Unido (1993)

a) Considerados accionistas directos e indirectos

b) Apenas considerados accionistas directos

Fonte: Becht e Bochmer (2001); Becht, Chapelle e Renneboog (2001); Bianchi, Bianco e Enriques (2001); Bloch e Kremp (2001); Crespi e Garcia-Cestone (2001); De Jong et al (2001); Goergen e Renneboog 2001; Gugler et al (2001); Renneboog (2000)

2.1. Sistema continental/controlo interno

Conota-se usualmente este sistema ao “governance” das empresas da Europa Continental, nomeadamente Alemanha, e Japão, sendo que o tipo de propriedade neste

modelo muito concentrada, com empresas e famílias a deterem parcelas expressivas do capital das empresas cotadas, sendo frequente em empresas de países como Áustria, Bélgica, França e Alemanha um único accionista deter uma maioria dos direitos de voto, tal como se pode constatar no Quadro 1.

Os mercados de capitais neste sistema caracterizam-se por ser estreitos e líquidos.

Neste tipo de sistema, o principal problema é a protecção dos interesses dos pequenos accionistas relativamente aos accionistas cuja dimensão é suficiente para influenciar a gestão da empresa, sendo que o controlo externo pelo mercado de capitais não desempenha um papel fulcral, estando enraizada a noção que os gestores são controlados pelos maiores accionistas das empresas e outros “stakeholders”, tais como os bancos, colaboradores, fornecedores, investidores institucionais², e demais detentores

2 Investidores Institucionais – A separação entre a propriedade e a gestão da empresa, conduz-nos à problemática do alinhamento dos actos praticados pelos gestores com os interesses daqueles que os nomeiam – problema da Agência. Nos últimos anos assistiu-se a uma enorme evolução dos mecanismos de minimização deste problema, tendo aqui os Investidores Institucionais um papel fulcral, pois espera-se que actuem no controlo da gestão das empresas que participam, seja pelo exercício do direito de voto na Assembleia-Geral seja pela pressão no sentido de transformação das estruturas e práticas de governo dessas sociedades. Para alguns autores, como Porter (1992) e Friedman (1996), é a actuação dos Investidores Institucionais (são instituições que empregam profissionais para gerirem dinheiro em benefício de outros) a chave para solucionar a resolução dos problemas emergentes da separação entre a posse e a gestão, dado possuírem uma significativa parcela das estruturas accionistas das empresas cotadas, o que lhes confere um importante papel no mercado de capitais, e como tal, lhes proporciona condições de fiscalização e controlo dessas empresas (Relatório Cadbury (1992) e Relatório Hampel (1998)). Esta visão não é contudo consensual, pois não é pelo simples facto dos Investidores Institucionais gerirem uma significativa parcela do capital disperso, que sejam estes a oferecer a solução desejada, pelo que alguns autores, tais como Murphy e van Nuys (1994) e Short e Keasey (1997), questionam a vocação, motivação e eficácia dos Investidores Institucionais para o “Corporate Governance Activism”. Em termos práticos, não houve durante muitos anos, por parte dos investidores institucionais, um empenhamento no controlo e fiscalização das sociedades, pelo que quando as estruturas/órgãos de gestão não inspiravam confiança, a solução passava pela alienação das participações. Pode-se afirmar que dado os investidores institucionais serem maximizadores de lucro, não irão desenvolver acções cujos custos sejam superiores aos benefícios, não sendo de esperar que se envolvam nos assuntos correntes das empresas, envolvendo-se unicamente quando surjam problemas de longo prazo, ou questões profundamente estruturais. Dado o alargado portfolio de participações em empresas, o activismo dos investidores implica a monitorização de todas as empresas desse portfolio, com todos os custos de monitorização daí decorrentes. Os custos de monitorização são o preço a pagar pelo activismo institucional. Dada a necessidade de monitorização de muitas empresas, e porque uma monitorização cuidada acarreta custos muito elevados, o activismo institucional foca-se geralmente na gestão de crises, contudo, a sua intervenção é muitas vezes tardia. Podemos considerar os ganhos do activismo institucional como uma espécie de bem público, dado que todas as acções levadas a cabo pelos investidores institucionais que aumentem o valor da empresa, são extensíveis a todos os outros accionistas, adoptando estes um comportamento de “free riding”.

Não se sabe muito acerca dos motivos que levam os investidores a actuarem como accionistas, apesar de existir alguma evidência de que não são perseguidos outros objectivos além da maximização do valor das carteiras geridas, bem como também não se sabe porque é que alguns investidores são tão pouco activistas.

O mundo onde se movimentam os fundos de investimento é muito competitivo, sendo assumido que, dado o objectivo do fundo ser a captação de fluxos de clientes, tal é incompatível com a posse de

de interesses na empresa. Na Europa Continental não são frequentes as OPA's (Ofertas Públicas de Aquisição), pelo que não existe este tipo de ameaça às equipas de gestão e principais accionistas, mesma quando estes não detêm o controlo maioritário da empresa, sendo usual a existência de mecanismos anti-OPA.

Estrutura dos Órgãos de Administração:

Podemos distinguir dois tipos de estrutura, a monista e a dualista.

O sistema monista caracteriza-se por possuir um único órgão de administração em cada empresa, já o sistema dualista, como o próprio nome indica, consiste na existência de dois órgãos responsáveis pela administração da empresa, pois visa criar uma estrutura intermédia, o conselho geral, entre a assembleia-geral e a direcção/gestão executiva, que desempenha, entre outras funções, um papel de fiscalização e controlo da gestão executiva, possuindo ainda alguma autoridade sobre as decisões de gestão fundamentais para as empresas, sendo óbvio que o bom funcionamento deste conselho depende da independência dos seus membros face aos gestores e accionistas a que estes gestores estão relacionados. Outras atribuições deste órgão em certos países são a aprovação das contas anuais e eleição dos membros da direcção. Um dos propósitos da sua constituição é também o de conferir algum poder de fiscalização e decisório relativamente à estratégia da empresa a alguns "stakeholders", tais como os trabalhadores. Este modelo predomina em países como a Alemanha, Áustria, Dinamarca, Holanda, Suíça, entre outros. Em Portugal, a estrutura predominante é a monista, embora a legislação preveja a existência de ambos os sistemas. Neste sistema (dualista) temos dois presidentes, o "Chairman" (Presidente do Conselho Geral) e o Chief Executive Officer (CEO – Presidente da Direcção).

No sistema monista, a separação entre a gestão quotidiana e as decisões estratégicas da empresa é frequente, materializando-se esta separação pela existência, no seio do Conselho de Administração, de um grupo restrito de administradores executivos, denominando-se este grupo por Comissão Executiva, a quem compete a gestão diária da empresa, cabendo então ao Conselho de Administração a aprovação da

posições de longo prazo e o exercício de influência sobre o governo das sociedades. Devemo-nos questionar se esta assumpção será totalmente correcta, pois, por exemplo, até que ponto a reacção dos clientes finais dos investidores institucionais à performance pode levar a um maior nível de activismo, sendo que sobre esta matéria muito temos ainda que aprofundar e explorar.

estratégia da empresa bem como a submissão à Assembleia Geral da aprovação das contas da empresa. À Assembleia-Geral compete também a nomeação do Conselho de Administração. Neste tipo de estrutura o “Chairman” e o CEO, poderão ser, ou não, a mesma pessoa. Na Europa Continental é muito frequente a existência de pessoas diferentes a exercerem estes cargos, o que é relevante para evitar os problemas associados à concentração de poderes, e defesa dos pequenos accionistas.

Controlo da Empresa:

Relativamente à natureza do controlo da empresa, o Quadro 2 mostra que não só o controlo é diferente entre os países, mas como também o são os tipos de accionistas.

Quadro 2
Distribuição dos maiores accionistas na Europa

País	Amostra	Indivíduos e Famílias	Bancos	Seguradoras	Fundos de Investimento	Holdings e Empresas	Estado	Administradores
Áustria ^{a)}	600	38,6	5,6	0,0	0,0	33,9	11,7	0,0
Bélgica ^{a)}	135	15,6	0,4	1,0	3,8	37,5	0,3	0,0
França ^{a)}	403	15,5	16,0	3,5	0,0	34,5	1,0	0,0
Alemanha ^{a)}	402	7,4	1,2	0,2	0,0	21,0	0,7	0,0
Itália ^{b)}	(2/4)	68,6	7,2	0,0	0,0	24,2	0,0 ^{c)}	0,0
Holanda ^{d)}	137	10,8	7,2	2,4	16,1	10,9	1,3	0,0
Espanha ^{a)}	394	21,8	6,6	8,8	0,0	32,6	0,0	0,0
Reino Unido ^{d)}	248	2,4	1,1	4,7	11,0	5,9	0,0	11,3

Notas: esta tabela dá-nos a totalidade dos maiores accionistas com direito de voto (superior a 5%) por diferentes classes de investidores. Para todos os países o ano de referência é 1996, à excepção da Bélgica (1996) e Reino Unido (1993)

a) Considerados accionistas directos e indirectos

b) Dados para Itália referem-se às empresas cotadas e não cotadas

c) Das empresas Italianas cotadas, cerca de 25% são controladas directa e indirectamente por holdings estatais - estão classificadas na coluna "Holdings e Empresas"

d) Apenas accionistas directos

Fonte: Becht e Bochmer (2001); Becht, Chapelle e Renneboog (2001); Bianchi, Bianco e Enriques (2001); Bloch e Kremp (2001); Crespi e Garcia-Cestone (2001); De Jong et al (2001); Goergen e Renneboog 2001; Gugler et al (2001); Renneboog (2000)

Da análise do Quadro 2, podemos aferir algumas conclusões:

- A concentração do controlo da empresa na Europa Continental é muito superior ao Reino Unido³ (sistema anglo-saxónico);

³ Apesar do Quadro 2 dizer respeito apenas a países europeus, a conclusão a que se chegou para o Reino Unido aplica-se aos EUA.

- O uso de complexas estruturas de controlo na Europa Continental, como por exemplo as estruturas piramidais, permite que determinados accionistas detenham o controlo das empresas por longos períodos temporais;
- O sector empresarial da Europa Continental detém elevadas participações accionistas nas empresas cotadas;
- Os bancos detêm reduzidas participações nas empresas, principalmente na Áustria, Bélgica, Alemanha e Reino Unido (nomeadamente com o intuito de se evitarem conflitos de interesses);
- Investidores Institucionais e Gestores/Administradores são os maiores accionistas no Reino Unido, mas na Europa Continental não detêm um controlo significativo das empresas;
- O controlo das empresas pelos gestores é bastante elevado no Reino Unido, o que pode levar ao “managerial entrenchment”⁴.

2.2. Sistema anglo-saxónico

Este sistema é conotado aos EUA, Reino Unido e demais países de expressão e influência anglo-saxónica.

Relativamente ao tipo de propriedade predominante, esta caracteriza-se por ser bastante dispersa. Nestes países os investidores institucionais são detentores, em termos globais, de uma expressiva fatia das acções cotadas, mas analisando as suas participações empresa a empresa, a expressão accionista individual não possui expressão significativa, caracterizando-se o mercado bolsista por possuir uma dimensão muito considerável e uma elevada liquidez. Dada esta dispersão da propriedade, levanta-se o problema da teoria da agência, a dificuldade entre o alinhamento dos interesses dos gestores com os interesses dos accionistas, pelo que se torna fundamental proteger estes (“pequenos”) accionistas do “livre arbítrio” resultante do poder que é conferido aos gestores das empresas, relevando o papel fulcral dos instrumentos de

⁴ “Managerial entrenchment” – de acordo com Weisbach (1988), ocorre quando os gestores adquirem poder ao ponto de terem a faculdade de usar a empresa para prossecução de interesses pessoais em detrimento dos interesses dos accionistas.

Farinha, J. (2002), foi um dos autores que se dedicou ao estudo deste fenómeno, particularmente no seu artigo “Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: an empirical analysis”.

controlo e fiscalização das empresas, desempenhando o mercado um forte instrumento de controlo.

Uma forte assumção deste sistema é a convicção da existência de um mercado eficiente de controlo das empresas, mercado este que exerce uma função disciplinadora sobre os gestores profissionais, pelo que se os gestores seguirem os seus próprios interesses, ou não forem competentes no exercício das suas funções, o valor da empresa não será “maximizado”, pelo que o mercado reconhecerá tal facto, dando origem a um “takeover”, que substituirá a equipa de gestão por outra mais eficiente e que aja de acordo com o melhor interesse dos accionistas. Para além da ameaça de “takeover”, a monitorização passiva efectuada pelos analistas financeiros, bem como todos aqueles que analisam a informação prestada pelas empresas, desempenha também um importante papel no controlo dos gestores, pois para além de contribuírem para a aferição do desempenho dos gestores, incutem-lhes ainda alguma pressão, pois indirectamente colocam-lhes objectivos, metas a atingir.

A ampla divulgação de informação ao mercado de capitais por parte das empresas cotadas é pois um importante pilar no sistema anglo-saxónico.

Uma das críticas geralmente apontadas a este modelo de “governance” é a obsessão dos gestores pelos resultados trimestrais, numa perspectiva de curto-prazo, tendo autores como Stein (1988, 1989), Shleifer e Vishny (1989) e Porter (1992) entre outros, argumentado que os gestores sofrem desta obsessão pelo curto prazo, prestando demasiada atenção a potenciais ameaças de “takeovers”, tendo Porter (1992), em particular, comparado o “Corporate Governance” dos EUA com o do Japão e Alemanha (sistema continental), onde a ligação de longo prazo dos investidores, especialmente bancos, permite aos gestores efectuar investimentos a longo prazo, sob monitorização daqueles investidores.

Actualmente existe algum descontentamento com o sistema de “governance” anglo-saxónico, em muito motivado pelo colapso da Enron, colapso este provocado por problemas de Governo da Sociedade, já que esta empresa possuía todas as características de uma empresa exemplarmente governada sob os auspícios deste modelo de “governance”.

Estrutura dos Órgãos de Administração:

O Conselho de Administração no sistema anglo-saxónico preconiza dois tipos de administradores; os executivos (internos), frequentemente possuidores de um passado ligado à empresa; e os independentes (externos), sem ligação directa à estrutura da empresa, independentes dos administradores executivos, competindo-lhes a decisões de natureza estratégica, a fiscalização da aplicação dessas decisões pelos administradores executivos bem como proceder à avaliação destes últimos.

Dada a importância dada neste modelo à prestação de informação ao mercado, torna-se imprescindível proceder a uma rigorosa auditoria externa à informação prestada, pelo que é típico constituir-se uma comissão de auditoria, cujas atribuições são a nomeação do auditor externo e respectivo acompanhamento, com o propósito de garantir que a informação prestada ao mercado é o mais fiável possível. De modo a ser atingida a prossecução deste objectivo, torna-se imperativo que os elementos que constituem esta comissão sejam independentes da equipa de gestão executiva. Nos EUA, estima-se que 97% das maiores empresas possuam este comité, e 56% no caso das maiores empresas do Reino Unido⁵

Uma tentativa de alinhamento dos interesses dos accionistas com os dos gestores, reflecte-se no sistema de remuneração dos gestores, em que a componente variável, intimamente ligada aos resultados/cotação da empresa, constitui a principal componente da retribuição dos administradores executivos. A maioria das empresas cotadas nos países anglo-saxónicos possui uma comissão de fixação de vencimentos, cujas funções são a análise do desempenho e fixação das remunerações dos gestores. Esta comissão é constituída por administradores independentes. Nos EUA, 95% das maiores empresas possuam este comité, descendo este número para 54% no caso das maiores empresas do Reino Unido⁶

⁵ Fonte: Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal – indicadores reportados pelo Deutsche Bank (2005). Amostra dos EUA são as empresas do S&P 500 e a amostra do Reino Unido diz respeito às empresas do índice FTSE350.

Em algumas grandes empresas portuguesas, como por exemplo a EDP e a Mota-Engil, já existem Comissões de Auditoria.

⁶ Fonte: Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal – indicadores reportados pelo Deutsche Bank (2005). Amostra dos EUA são as empresas do S&P 500e a amostra do Reino Unido diz respeito às empresas do índice FTSE350.

3. Mecanismos de Governo das Empresas

Para superar os problemas do “Governo das Empresas”, podem ser aplicados diversos mecanismos. Denis e McConnell (2003) dividem os mecanismos de “Corporate Governance” em dois tipos, os internos e os externos, sendo que os internos são “operados” através do Conselho de Administração e estrutura accionista da empresa, enquanto os mecanismos externos dizem respeito ao mercado externo para controlo da empresa (o mercado de “takeover”) e ao sistema legal.

Associa-se normalmente os mecanismos de “governance” internos ao sistema continental e os mecanismos externos ao sistema anglo-saxónico.

Agrawal e Knoeber (1996) propõem sete mecanismos de “Corporate Governance”:

- Accionistas internos;
- Investidores Institucionais;
- Accionistas “blockholders”;
- Administradores Independentes no Conselho de Administração;
- Financiamento da dívida;
- Mercado de trabalho externo para os gestores;
- Mercado de controlo da empresa.

Becht et al. (2000) identificam cinco mecanismos alternativos de “Corporate Governance”:

- Concentração e identidade dos accionistas;
- “Takeovers” hostis e direitos de voto “proxy”;
- A concentração do controlo da empresa e delegação de poderes no Conselho de Administração;
- O alinhamento das motivações pessoais dos gestores com os interesses dos accionistas/investidores através de contratos de compensação aos gestores executivos;
- A definição clara dos deveres fiduciários do “Chief Executive Officer” (CEO).

Gillan (2005), divide igualmente os mecanismos em dois tipos; interno e externo, identificando os componentes chave de cada um deles.

Mecanismos internos de Gillan:

- O Conselho de Administração;
- Incentivos aos gestores;
- Estrutura do capital;
- Medidas “antitakeover”;
- Sistemas de controlo interno.

Mecanismos externos de Gillan:

- Legislação e regulação;
- Mercados 1 – inclui mercado capitais, mercado controlo empresa, mercado trabalho e mercado de produto;
- Mercados 2 – enfatizando os fornecedores de informação para o mercado de capitais;
- Mercados 3 – focando os serviços legais, financeiros e contabilísticos de entidades externas à empresa (auditores, consultores, etc.);
- Fontes privadas de informação externa, nomeadamente os media.

3.1. “Governance” Interno – mecanismos

No Reino Unido um importante elemento que veio dar relevo e a devida importância aos mecanismos internos de “Corporate Governance” foi o Relatório Cadbury (1992). Este relatório recomenda que as empresas cotadas, bem como todas as outras empresas a que seja possível a sua aplicação, adoptem certas estruturas internas de “governance”, contidas num Código de Boas Práticas. Embora a sua aplicação fosse voluntária, era esperado que as empresas adoptassem as recomendações, mas subsequentemente tornou-se obrigatória para as empresas cotadas na bolsa de valores londrina a inclusão no seu relatório anual a forma como estavam a implementar as recomendações do código. Cadbury recomenda um modelo de “governance” interno baseado na assumpção que os administradores independentes eram um mecanismo interno de “governance” fundamental. Outra recomendação deste relatório abrange a criação de uma comissão de auditoria, constituída, no mínimo, por três membros, todos eles administradores não executivos.

Cadbury manifesta ainda o seu desacordo com a dualidade, isto é, a acumulação na mesma pessoa do cargo de CEO e “Chairman”, argumentado que esta prática é

indesejável pois concentra demasiado poder numa pessoa só. Existe contudo muito pouca evidência para suportar esta recomendação, pois a maioria dos estudos não descobre qualquer relação adversa entre a dualidade e performance das empresas. Baliga et al (1996), Brickley et al (1997) e Dalton et al (1998), concluem que a dualidade não tem qualquer efeito na performance da empresa, sendo que Boyd (1995), argumenta que a dualidade conduz a um melhor desempenho das empresas.

3.1.1. Conselho de Administração

Este mecanismo é encarado por muitos como a pedra basilar do “Corporate Governance”. Muitos trabalhos têm sido desenvolvidos⁷ versando sobre a relação entre a estrutura do Conselho de Administração e o valor da empresa, escolhas de governo, bem como decisões de investimento e financiamento.

Recentes trabalhos empíricos têm focado a evolução da estrutura do Conselho de Administração ao longo do tempo, bem como as mudanças na sua estrutura pós-Sarbanes-Oxley (SOX)⁸. Chhaochharia e Grinstein (2005) têm focado o seu trabalho

⁷ Por exemplo, Hermalin e Weisbach (1988 e 2003), Warther (1998), Adams e Ferreria (2003) e Gillette et al. (2003)

⁸ Sarbanes-Oxley Act (2002), cujo nome original é *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act*, é uma lei federal dos EUA, de 30 de Julho 2002, que surge como reacção ao elevado número de escândalos financeiros, como a Enron, Tyco International, Adelphia, Peregrine Systems e WorldCom, pretendendo conferir uma nova imagem de segurança e credibilidade às grandes empresas e aos mercados de capitais, através de legislação e regulamentação. Este acto é, provavelmente, o mais importante documento legislativo em termos de âmbito, rigor e impacto mundial na área do Corporate Governance, sendo aplicável a todas as empresas cotadas nos mercados accionistas dos EUA, tais como o NYSE e NASDAQ, estabelecendo requisitos rigorosos nesta área, mais concretamente na definição dos sistemas de controlo interno, o seu funcionamento e responsabilidade dos gestores no que diz respeito à fiabilidade das demonstrações financeiras. O SOX dispõe de uma entidade reguladora, a Security and Exchange Commission (SEC), cuja missão consiste no estabelecimento de regulamentos e regulamentação mais específica, bem como visa assegurar a fiscalização do cumprimento da lei. Dada a aplicabilidade do SOX às empresas participadas, bem como a sucursais, a sua repercussão é mundial, constituindo uma autêntica revolução para muitas empresas.

Algumas secções importantes deste Acto:

Secção 301 – O Comité de Auditoria deve estabelecer procedimentos para permitir a divulgação anónima e confidencial, por qualquer colaborador, de questões relacionadas com contabilidade e auditoria.

Secção 302 – A Administração deve divulgar os procedimentos e mecanismos de controlo relativos a informação financeira, operações e compliance; deverá igualmente efectuar a divulgação das ineficiências no sistema controlo interno; certificação dos relatórios pelos CEO e CFO.

Secção 401 – Inclusão nos relatórios de todas as correcções materialmente relevantes que forem indicadas pelos auditores externos; fornecimento aos investidores de informação adicional relativa às alterações efectuadas no balanço.

Secção 404 – O Relatório Anual deve conter área com informação sobre gestão do controlo interno relativo à informação financeira (documentação da análise e concepção dos controlos e testes, ameaças ao controlo interno e parecer dos auditores externos);

nas mudanças ocorridas nas estruturas dos Conselhos de Administração, tendo chegado à conclusão que a dimensão dos Conselhos de Administração e a independência dos seus membros tem aumentado desde o SOX.

Outros estudos têm-se debruçado sobre as mudanças ocorridas nos Conselhos de Administração ao longo dos tempos, tendo na generalidade concluído que estrutura e dimensão do Conselho são determinadas exogenamente.

Brick et al (2006) examinaram as características de vários Conselhos e a compensação dos respectivos CEO, analisando a ligação entre a remuneração do CEO e dos membros do Conselho, concluindo que a remuneração paga em excesso aos Administradores resulta de excessos na remuneração do CEO. Contudo, sugerem que a complexidade não observada da empresa poderá contribuir para aquele resultado. Em função deste trabalho podemos pois concluir que a remuneração excessiva dos Administradores poderá comprometer a sua independência, conduzindo a um aumento excessivo da remuneração do CEO.

Chen et al (2006), estudam a relação entre fraude empresarial, estrutura do Conselho de Administração e estrutura accionista da empresa no contexto do reforço das acções da Chinese Securities Regulatory Commission (CSRC), tendo concluído, numa análise univariável, que a estrutura do Conselho e a estrutura accionista diferem entre empresas fraudulentas e empresas não-fraudulentas. Contudo, quando procedem a uma análise multivariável, chegam à conclusão que enquanto as características do Conselho são importantes para efectuar aquela distinção, o tipo de estrutura accionista não é relevante, e que a proporção de administradores independentes, o número de reuniões do Conselho e a experiência do presidente do Conselho desempenham um importante papel na identificação de empresas fraudulentas.

3.1.2. Incentivos/remuneração dos gestores

A remuneração dos gestores de topo tem sido alvo de escrutínio por parte de investidores em boa parte devido ao elevado valor dos “pacotes” remuneratórios

Secção 409 – Fornecimento de informação actualizada, em tempo útil, das alterações relevantes (financeiras e operacionais), incluindo tendências e informação qualitativa, de modo a salvaguardar o mercado e os investidores;

De referir que ainda hoje se continua a debater os benefícios e os custos perceptíveis do SOX.

auferidos por aqueles gestores. Como estes “pacotes” determinam os incentivos dos gestores, não só o seu valor global é importante, como também o é a sua estrutura/composição, pelo que, conseqüentemente, constituem um elemento chave do Governo das Empresas, sendo importante a sua percepção por parte dos “stakeholders”. Contudo, apenas recentemente este tema tem merecido a devida atenção. Muitos trabalhos na década de 90 versaram sobre a dimensão dos “pacotes” remuneratórios, mas apenas na presente década a sua estrutura tem sido alvo de uma atenção mais detalhada, como resultado da relação entre a remuneração dos gestores e escândalos como Fannie Mae e Freddie Mac.

As políticas de remuneração dos gestores podem desempenhar um importante papel no alinhamento dos interesses dos accionistas com os interesses dos gestores.

Actualmente, constitui já “senso comum” que os mecanismos remuneratórios utilizados na década de 90 de modo a alinhar o interesse dos accionistas com os interesses dos gestores não cumpriram os seus objectivos, sendo disso exemplo a remuneração através da atribuição de “stock options”, a relação directa entre a remuneração variável e os resultados anuais, bem como “performance” bolsista da empresa. Relativamente a este último aspecto, basta recordar que uma descida das taxas de juro, usualmente, tem o “condão” de fazer subir as cotações das empresas, em nada contribuindo para esse efeito o desempenho dos gestores.

Mais recentemente, autores como Agrawal e Chadha (2006), Jonhson et al. (2003) e Peng e Roell (2003), têm versado os seus estudos sobre a associação entre compensações baseadas em “stock options” e a propensão das empresas/gestores cometerem fraude ou efectuarem uma realocação de resultados. Estes trabalhos na sua generalidade concluem que elevados incentivos são associados a uma maior verosimilhança daqueles resultados.

Podemos pois concluir que os mecanismos vigentes nos últimos anos não têm conseguido, na sua totalidade, alinhar o interesse dos gestores com os interesses dos accionistas.

3.2. “Governance” Externo – mecanismos

As empresas não actuam numa espécie de redoma, mas sim sob determinados constrangimentos legais, expondo-se a forças de mercado e adversidades.

Alguns mecanismos externos de “Corporate Governance” compreendem, nomeadamente, a ameaça de “takeovers”, a concorrência no mercado de produto, o mercado de trabalho dos gestores e monitorização por parte de outros gestores, o enquadramento jurídico-legal, político e cultural, bem como o papel desempenhado pelos analistas financeiros.

Um importante mecanismo externo de governo das sociedades é a ameaça de “takeovers”. Resultado do problema do “free rider”, os pequenos accionistas tem um reduzido incentivo para proceder à monitorização da gestão. A solução para este problema poderá ser o mecanismo do “takeover”, pois se estamos perante uma gestão ineficiente, ou cuja actuação não coincide com os interesses dos accionistas, o sucesso de um “takeover” por parte de um “raider”, poderá significar a compra da empresa por um baixo preço, procedendo a uma melhor gestão, e vendendo-a de seguida com lucro. Uma característica deste mecanismo é que potencialmente é aplicável a todas as empresas onde a existência de outros mecanismos, como dívida ou dividendos, dependem das decisões dos gestores ou accionistas. Jensen (1993), considera este mecanismo como essencial para controlo das acções discricionárias dos gestores. Este mecanismo acarreta alguns problemas, pois os “takeovers” não envolvem apenas os custos de compra das acções dos accionistas, mas também custos de pesquisa, custos com o lançamento da oferta e outros custos de transacção que transformam esta solução numa solução muito onerosa, pelo que os gestores podem adoptar uma performance que não a óptima, desde que o preço da empresa não desça para níveis inferiores ao custo do “takeover”, tanto mais que a adopção por parte das empresas de medidas defensivas face a “takeovers” aumenta de sobremaneira os custos e riscos deste mecanismo. Um outro problema é que este mecanismo tem uma actuação ex-post, pelo que a “simples” ameaça de “takeover” constitui um mecanismo mais eficaz do que o próprio “takeover”.

Um outro mecanismo externo que é relevante destacar é a envolvente legal de actuação da empresa. A legislação pode afectar directamente a eficiência, ou o custo, dos mecanismos de monitorização. Se, por exemplo, for criada legislação no sentido de

evitar, ou aumentar, os custos dos “takeovers”, essa acção irá influenciar de sobremaneira o papel dos “takeovers” como mecanismos de controlo dos gestores. Um outro exemplo é a legislação acerca da política de dividendos, e protecção dos accionistas minoritários. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1997), concluíram que a existência e eficiência de legislação que proteja os investidores é um determinante fulcral para o desenvolvimento do mercado de capitais. Tal implica que a qualidade do sistema legal de protecção dos investidores é um factor determinante para a possibilidade das empresas e investidores constituírem estruturas apropriadas de governo das sociedades.

Parte II – “Corporate Governance” em Portugal – sua evolução e enquadramento legal

1. A génese do “Corporate Governance” e sua evolução até aos nossos dias – perspectiva histórica:

Os escândalos financeiros ocorridos na última década vieram confirmar a ineficácia dos mecanismos de governo das sociedades, e o facto da gestão das sociedades não ser sempre conduzida de modo a salvaguardar o interesse dos accionistas. A globalização vivida no passado recente, no caso da União Europeia, a livre circulação de bens, capitais e serviços⁹, o papel financiador para as empresas que as bolsas de valores representam, as ondas de privatização de empresas públicas ocorridas desde a queda do muro de Berlim, o pressuposto de que as boas práticas de governo das sociedades constituem um importante factor de competitividade empresarial, estabilidade e atracção pelos mercados de capitais contribuíram para que a transparência e fiabilidade da informação financeira e o debate acerca das melhores práticas no que diz respeito ao “governance” das empresas assumisse uma posição de primeiro plano.

Assim, já nos anos 90 (mesmo antes de ocorridos muitos dos escândalos internacionais), vários países deram início à codificação e compilação de normas recomendatórias e práticas de bom governo das empresas, tendo-se demonstrado que as normas de natureza ética relativamente aos agentes das empresas cotadas, e cujo carácter é voluntário surtem mais efeito na promoção da confiança dos mercados do que as normas vinculativas, pois estas são frequentemente levadas à letra, descurando-se muitas vezes o espírito com que foram formuladas, não impedindo a prática de gestão lesiva. Para além deste aspecto, de salientar que a auto-regulação promovida pelos códigos de boas práticas, como complemento da legislação vigente, permite às empresas terem a flexibilidade necessária de adaptação às necessidades particulares de cada empresa ou sector, e ao mesmo tempo uma evolução do “Corporate Governance”.

⁹ Para além da livre circulação de bens, capitais e serviços, a legislação comunitária permite igualmente a livre circulação de pessoas, o que para o caso específico do governo das sociedades é matéria pouco relevante.

Em termos históricos, e conforme referido por F. Teixeira dos Santos (2000), na altura presidente da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), podemos localizar nos Estados Unidos a génese do estudo estruturado sobre “Corporate Governance”, em particular o trabalho denominado “The Modern Corporation and Private Property”, de Berle e Means (1932), que surgiu na sequência da crise de 1929, tendo sido uma referência para a legislação dos EUA entretanto aprovada, o “Securities Act” (1933) e o “Securities Exchange Act” (1934), ambos ainda em vigor.

A nível Europeu, a problemática do tratamento do Governo das Sociedades foi trazida pelo Reino Unido. Em 1991, uma comissão, nomeada pela London Stock Exchange, presidida por Sir Adrian Cadbury, tinha como objectivo responder às preocupações com o “baixo nível de confiança detectado quer na informação financeira, quer na capacidade dos auditores proporcionarem a confiança que os utilizadores dos relatórios das empresas procuram e esperam”, o estudo desta comissão deu origem ao Relatório Cadbury (1992).

O Relatório Cadbury incluía o Código de Boas Práticas dirigido às sociedades cotadas, que abordava entre outras, questões relacionadas com a estrutura dos órgãos de administração e suas comissões, a separação das funções de Presidente do Conselho de Administração e Presidente da Comissão Executiva, a responsabilidade, independência e remuneração dos gestores. Este código contribuiu para a importância dada aos administradores não-executivos, fiabilidade da informação financeira prestada (directamente relacionada com o papel dos auditores externos) tendo introduzido o princípio ainda hoje em vigor, de que as empresas devem indicar quais as normas que cumprem do código, explicando o porquê das situações de não cumprimento – princípio *comply or explain*.

Este relatório teve o ónus de influenciar a elaboração de diversos códigos, tanto na Europa, como fora dela, sendo de registar a grande actividade ocorrida entre a segunda metade da década de 90 e o início da presente década. O Livro Branco sobre “Corporate Governance” em Portugal, na breve análise que faz dos códigos de bom governo dos países da União Europeia, conclui que apesar das diferenças existentes entre cada um, resultantes das particularidades socioeconómicas e culturais de cada país, de um modo geral, o conteúdo substancial deste códigos coincide nos principais princípios e mecanismos recomendados para assegurar e aperfeiçoar as práticas de um bom governo,

sendo de realçar nos códigos mais recentes, a particularidade destes procurarem posicionar favoravelmente as empresas nacionais no contexto competitivo resultante da globalização hoje existente. Esta “harmonização” dos códigos resulta também da influência de documentos de referência, tidos como bons modelos normativos de governo das empresas, nos quais se inclui o Relatório Cadbury.

Em 1998, a OCDE constituiu um grupo de trabalho para acompanhar a temática do governo das sociedades em diversos países, tendo publicado em 1999 um conjunto de Princípios de Governo das Sociedades, que constituem indicações para os Estados Membros introduzirem ajustamentos na legislação no que diz respeito aos mecanismos de tutela dos accionistas e dos demais sujeitos envolvidos nas empresas cotadas, fornecendo linhas de orientação para as bolsas de valores, empresas, investidores e demais entidades com intervenção nos mercados de capitais.

Os diversos escândalos financeiros ocorridos após 1999 vieram demonstrar que os sistemas de governo das sociedades tinham falhas, colocando em risco os mercados de capitais, pelo que em 2004 a OCDE introduziu novos preceitos destinados a completar a publicação de 1999, que preconizavam, entre outros, o reforço dos direitos dos accionistas, dos “stakeholders”, o papel dos auditores externos e investidores institucionais, tendo sido ainda acentuada a responsabilidade do órgão de administração.

Nos EUA, a lei Sarbanes-Oxley (já mencionada na presente dissertação na nota de rodapé n.º 8), promulgada em 2002, constitui um importante marco na recente evolução do “Corporate Governance”. De referir que contrariamente ao sucedido na Europa, onde a emissão de recomendações prevalece, os EUA decidiram impor um documento com força de lei, de modo a restabelecer a confiança no mercado e proteger os investidores, sendo que a sua aplicabilidade visa não só as empresas norte-americanas, mas também todas as empresas estrangeiras cotadas em bolsa nos EUA (o que por vezes originou conflitos entre as práticas adoptadas nos EUA e nos seus países de origem). Muitas das medidas previstas no SOX apenas entraram em vigor em 2003, pois exigiram a intervenção da SEC (Securities and Exchange Commission). Ao nível das repercussões do SOX, podemos afirmar que o mercado entendeu as suas directivas como necessárias, de modo a reabilitar o governo das sociedades e restituir a confiança dos investidores, sendo que a maior crítica apontada é o seu complexo e extenso quadro normativo, bem como o facto de algumas das suas disposições terem um carácter vinculativo, até porque

muitos dos princípios aí explorados são comuns às práticas de bom governo dos países europeus, onde revestem um carácter recomendatório associados à cláusula do *comply or explain*, temendo-se assim que o cumprimento do SOX apenas seja visto como uma mera formalidade e não uma alteração nos padrões de comportamento dos agentes económicos relativamente ao governo das sociedades.

2. “Corporate Governance” em Portugal – recomendações da CMVM

O tratamento das questões relacionadas com o governo das sociedades abrange não só as entidades reguladoras dos mercados de cada um dos países, como também diversos ramos do direito, como o direito das sociedades e o direito dos valores mobiliários.

Em Portugal, é no domínio do direito das sociedades e do direito dos valores mobiliários que se encontram os principais textos legislativos, sob a forma de códigos, nomeadamente o Código das Sociedades Comerciais e o Código dos Valores Mobiliários.

O Código das Sociedades Comerciais, em vigor desde 1986 (já objecto de múltiplas revisões), constitui o articulado mais antigo sobre “Corporate Governance” em Portugal, abordando os princípios e regras básicas de direcção e controlo dos diversos tipos de sociedades comerciais. Em 2000, entrou em vigor o Código dos Valores Mobiliários, como resposta às crescentes exigências de regulamentação provocadas pelo crescimento e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e sua integração no sistema financeiro, incluindo no seu articulado legal um conjunto de “normas” destinadas às empresas com capital aberto ao investimento público (não confundir público com estatal), nomeadamente no que se refere a deveres de informação, protecção de investidores e disciplina das deliberações sociais.

Apesar de “todo” este normativo legal, foi sobretudo através das recomendações da CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) que a temática do “Corporate Governance” foi definitivamente “injectada” no sector empresarial português.

2.1 Recomendações da CMVM

A CMVM atenta à problemática do governo das sociedades, à globalização que levou à internacionalização das empresas portuguesas, à problemática centrada na avaliação do desempenho das sociedades cotadas e fiabilidade da informação financeira por estas prestada, apresentou em 1999 um conjunto de recomendações que visam transpor para o contexto nacional um conjunto de práticas tidas, internacionalmente, como indutoras de um bom governo das empresas, apresentando-se como um exercício que visa, continuamente, definir as melhores práticas capazes de fomentar a eficiência das sociedades cotadas e do mercado de valores mobiliários, procurando igualmente elevar os padrões de comportamento de todos os agentes envolvidos no governo societário, tais como os membros dos órgãos sociais e os investidores institucionais.

Importante realçar que embora estas recomendações visem essencialmente as sociedades cotadas, poderão, no aplicável, ser seguidas por empresas não cotadas, pois promovem boas práticas.

As recomendações da CMVM, tal como é referido no seu texto introdutório, devem ser entendidas como recomendações de e para o mercado, constituindo este o principal avaliador da bondade das opções ligadas à direcção e ao controlo adoptadas pelas sociedades cotadas e investidores institucionais, não sendo de estranhar que uma das recomendações seja aquela que aconselha as sociedades cotadas a incluir nos seus relatórios de gestão uma referência ao grau de adopção das recomendações da CMVM e respectiva fundamentação.

As recomendações dividiam-se em cinco grupos:

- *Divulgação da Informação* – procura contribuir para a optimização da divulgação da informação, nomeadamente no que respeita à repartição de competências entre os vários órgãos e departamentos/direcções das sociedades, às funções desempenhadas por cada membro do conselho de administração, bem como cargos desempenhados noutras sociedades, à descrição da performance bolsista das acções e política de dividendos. Relativamente à forma de apresentação da informação, é promovida a sua divulgação através de tecnologias de informação (internet), bem como se incentiva a criação de um

departamento de apoio ao investidor, que visa assegurar a existência de uma ponte permanente entre a empresa e o mercado.

- *Exercício do Direito de Voto e Representação de Accionistas* – incentiva-se o exercício activo do direito de voto, quer o voto directo como o voto por correspondência e a representação.
- *Investidores Institucionais* – o peso crescente que os investidores institucionais têm na estrutura accionista das sociedades cotadas. Entende-se que estes agentes devem levar em conta as suas responsabilidades, nomeadamente quanto aos direitos de informação e voto, ao mesmo tempo que deveriam prestar informação no que diz respeito à prática seguida quanto ao exercício do direito de voto relativo a valores mobiliários.
- *Regras Societárias* – constituído por uma única recomendação: estabelecimento nas empresas, a nível interno, de regras específicas vocacionadas para a regulação de conflitos de interesses entre os membros dos órgãos de administração e a sociedade, bem como as principais obrigações resultantes dos deveres de diligência, lealdade e confidencialidade dos membros dos órgão de administração, principalmente no que diz respeito à prevenção da utilização indevida de oportunidades negociais e de bens societários.
- *Órgão de Administração* – a sua composição deve englobar uma pluralidade de membros que exerçam uma orientação efectiva em relação à gestão da sociedade, aos seus directores e gestores, devendo, um ou mais membros, ser independentes em relação aos principais accionistas, de modo a maximizar a prossecução dos interesses da sociedade. A composição da Comissão Executiva deverá reflectir o equilíbrio existente, entre administradores ligados aos principais accionistas e administradores independentes, no órgão de administração, sendo que a Comissão Executiva deveria informar o órgão de administração das decisões tomadas e matérias em apreciação – princípio da transparência. Promove-se também a criação de comissões de controlo interno.

2.2 Revisões das Recomendações da CMVM

O conjunto de recomendações da CMVM sofreu desde a sua génese, em 1999, diversas revisões:

2.2.1. Primeira revisão das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas (2001)

A primeira revisão das Recomendações da CMVM ocorreu em 2001, pois apesar das recomendações de 1999 terem tido adesão, não se verificava a adesão da totalidade das sociedades, pois ocorria que muitas vezes a informação não era prestada, ou não era apresentada da forma mais correcta ou suficiente. Esta reformulação foi efectuada através do Regulamento da CMVM n.º7/2001, impondo às sociedades cotadas o dever de divulgar o grau e a adopção das Recomendações, pelo que as empresas deveriam publicar anualmente, em capítulo ou anexo do Relatório de Gestão, um relatório sobre a estrutura e práticas do governo societário, de acordo com o modelo anexo ao Regulamento, fornecendo informação detalhada ao mercado acerca das opções livremente tomadas pelas sociedades cotadas quanto às regras de bom governo. Não se tratava de uma imposição ao cumprimento das Recomendações, mas sim a obrigação de divulgação de diversos aspectos relacionados com o governo das sociedades, na base do princípio *comply or explain*. Um outro aspecto importante desta norma, e que deve ser realçado, é o “dever” das sociedades cotadas manterem acessível, em sítio na internet, um importante conjunto de informações acerca da sua identidade e vida societária, tais como, estatutos, identificação dos titulares dos órgãos sociais, prestações de contas, convocatórias de assembleias-gerais, etc.

Assistimos assim a um aprimorar das Recomendações iniciais da CMVM, sendo publicada em 2001 uma reformulação do texto das Recomendações aprovado em 1999, dando assim origem às “Recomendações sobre o Governo das Sociedades Cotadas” de Dezembro de 2001.

Inicia-se uma prática bienal de revisão das Recomendações por parte da CMVM.

2.2.2. Segunda revisão das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas (2003)

Em Agosto de 2003 a CMVM submeteu à consulta pública um conjunto de alterações às Recomendações em vigor e ao Regulamento n.º 7/2001.

Esta revisão procurou incorporar aspectos da Recomendação da Comissão Europeia de 16 de Maio de 2002 sobre a independência de auditores, e a comunicação da Comissão Europeia de 21 de Maio de 2003 sobre o Plano de Acção de Direito das Sociedades.

Foi então publicado, em Novembro de 2003 o novo documento com as Recomendações da CMVM, tendo-se mantido as linhas fundamentais do Regulamento n.º 7/2001, especialmente a filosofia *comply or explain*, tendo sido actualizado de forma a tornar mais completo o relatório anual sobre governo das sociedades.

2.2.3. Terceira revisão das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas (2005)

A CMVM, em 2005, efectuou uma reapreciação das suas Recomendações e do Regulamento n.º 7/2001, essencialmente com o propósito de acolher no normativo jurídico português duas normas da Comissão Europeia, uma sobre o papel dos administradores não-executivos, e a outra sobre a remuneração dos administradores, e tendo igualmente em consideração os “Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades” (versão de 2004).

Sistematizando, podemos afirmar que a tónica dominante da revisão de 2005 relacionou-se com o aperfeiçoamento do sistema de fiscalização interno das sociedades.

2.2.4. Quarta revisão das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas (2007)

Acompanhando a revisão bienal das “Recomendações da CMVM sobre Governo das Sociedades”, o Regulamento da CMVM n.º 7/2001 sofreu sucessivas modificações no sentido de adequar o enquadramento regulamentar e recomendatório nacional à

evolução do padrão regulatório ditado pela aprovação de textos relevantes, pelo que em 2007, fruto de desenvolvimentos verificados, nomeadamente as alterações introduzidas ao Código das Sociedades Comerciais pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006 no que diz respeito às estruturas de governo das sociedades anónimas e a consagração do artigo 245.º-A no Código dos Valores Mobiliários no âmbito da transposição da Directiva das Ofertas Públicas de Aquisição, levaram a CMVM a efectuar uma nova reapreciação do enquadramento regulamentar respeitante ao governo das sociedades.

Das modificações operadas em 2007, Regulamento n.º 1/2007, destacam-se as alterações na estrutura do relatório sobre a prática do governo da sociedade, reiterando-se a instrução principal quanto ao modo de elaboração do documento, pois não deve ser tratado como um inquérito de preenchimento mecânico mas sim entendido como um exercício de reflexão crítica e tomada de posição pela sociedade acerca das boas práticas de governo das sociedades.

Enfatiza-se também a independência dos titulares dos órgãos sociais responsáveis por funções de fiscalização da sociedade, bem como a obrigatoriedade de divulgação, em termos individuais, dos montantes de pagamento previstos aos órgãos sociais e gestores, independentemente da sua natureza, em caso de cessação de funções durante o mandato em causa, sempre que estes excedam o dobro da remuneração mensal fixa recebida, pretendendo-se assim estimular o controlo sobre as transferências remuneratórias mais relevantes – exigência de maior transparência.

2.2.5. Projecto de Alteração ao Código do Governo das Sociedades (Recomendações) – revogação do Regulamento da CMVM n.º 1/2007

A situação económico-financeira vivida nos últimos tempos, resultante da recente crise mundial, impôs uma profunda reflexão sobre os moldes e modelos do exercício da supervisão dos mercados financeiros, colocando a CMVM para consulta pública um Projecto de Regulamento e demais documentos de Revisão do Código do Governo das Sociedades, “convidando” os participantes no mercado e o público em geral a pronunciarem-se até ao passado dia 30 de Setembro de 2009 (consulta pública da CMVM n.º 2/2009),

A principal alteração resultante deste processo de regulamento prende-se com a possibilidade das sociedades com acções admitidas à negociação em mercado regulamentado e sujeitas a lei pessoal portuguesa poderem optar por adoptar um código de governo das sociedades diverso do divulgado pela CMVM. Assim, estas sociedades passam a poder adoptar o Código de Governo das Sociedades da CMVM ou outro que obedeça a princípios e consagre práticas de governo societário que assegurem um nível de transparência, equidade e protecção dos interesses dos accionistas equivalente ao da CMVM. Se a sociedade optar por adoptar um código distinto do da CMVM, essa opção deverá ser prévia e fundamentadamente comunicada à CMVM, sendo que a opção deverá recair sobre um modelo de Código emitido por instituição que seja independente e tenha ao seu serviço especialistas em matéria de “Corporate Governance”.

Em súmula, e de acordo com o que consta na proposta de regulamento da CMVM, as empresas apenas se podem vincular a um Código que não o da CMVM se:

- O Código escolhido obedecer ao princípio e consagre práticas de governo societário que, globalmente, assegurem níveis equivalentes de protecção dos interesses dos accionistas e de transparência do governo da sociedade;
- Abranger, pelo menos, as matérias constantes do código da CMVM;
- For emitido por instituição que reconhecidamente congregue especialistas em assuntos de “Corporate Governance”, e que funcione com independência relativamente a quaisquer interesses particulares.

A verificar-se a aprovação deste regulamento, a CMVM terá uma nova problemática pela frente, que é a regulação das diversas empresas admitidas a negociação no mercado sujeitas a diferentes Códigos de Governo das Sociedades. Contudo, este problema poderá ser transformado em oportunidade, pois assim, e caso várias empresas portuguesas cotadas adoptem diferentes códigos, terá a oportunidade de efectuar estudos comparativos, procedendo ao aproveitamento das melhores práticas de cada um dos códigos aprovados, podendo assim aprimorar o “seu” Código de Governo das Sociedades, transformando-o numa referência não só Nacional mas também Europeia.

As alterações preconizadas neste novo regulamento vão além da possibilidade de escolha acima desenvolvida, pois permite alterações significativas no conteúdo da

informação a prestar no âmbito do governo das sociedades, introduzindo o artigo 3.º, relativo ao dever de publicação no relatório de governo das sociedades de informação sobre a política de remuneração dos membros do órgão de administração e de fiscalização, bem como do montante anual da remuneração auferida pelos membros daqueles órgãos, de forma agregada e individual.

Com este projecto de reformulação, a CMVM pretende ainda efectuar uma revisão do Anexo I – Esquema de Relatório sobre o Governo da Sociedade – por forma a clarificar alguns elementos informativos em relação aos quais a prática revelara essa necessidade, e actualizar as exigências face às novas recomendações da Comissão Europeia em matérias de remuneração dos membros dos órgãos de administração.

A CMVM solicita às sociedades cotadas informação adicional à divulgada no relatório de governo, solicitação esta efectuada através de inquéritos, adaptados a cada modelo de governação, e que constituíam uma peça fundamental para a avaliação dos sistemas de governo implementados em cada sociedade. Foi entendido como necessária que a disponibilização desta informação ocorresse simultaneamente com a apresentação do Relatório sobre o Governo das Sociedades, tendo-se criado para este efeito o Anexo II ao Regulamento.

Relativamente às novas Recomendações colocadas em consulta pública, estas prendem-se fundamentalmente com a remuneração dos administradores, através do alinhamento dos seus interesses com os interesses de longo prazo da sociedade, desincentivo aos riscos excessivos, o foco na fácil mensuração da remuneração variável dos administradores executivos fixada de acordo com critérios pré-determinados e o diferimento do seu pagamento por um período de três anos, e dependente da continuação da performance positiva, bem como a avaliação do desempenho dos administradores por um órgão com poderes específicos para esse efeitos e a não interferência dos administradores executivos na selecção dos seus pares independentes. Estas “novas” recomendações defendem ainda uma rotatividade do auditor externo (de 7 em 7 anos).

A consulta pública ao Projecto de Alteração ao Código do Governo das Sociedades terminou a 30 de Setembro de 2009, tendo a CMVM 30 dias úteis para

responder às questões colocadas. Apesar de já decorrido esse prazo, nada foi ainda divulgado por aquela Comissão até à presente data.

3. O Governo das Sociedades Cotadas em Portugal

A CMVM publica anualmente o seu relatório acerca do governo das sociedades cotadas portuguesas. Este relatório constitui o melhor instrumento de análise disponível para podermos aferir o estado do “governance” no nosso País. O último relatório disponível reporta-se a 2008.

A CMVM para elaborar este relatório procede à análise dos relatórios de governo das sociedades bem como as respostas a um questionário, enviado às sociedades de direito nacional cotadas no mercado português e respondido por todas as empresas.

O Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal 2008 procede também à avaliação do cumprimento, por parte daquelas empresas, das Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades.

Ao nível das conclusões deste relatório podemos apontar que, relativamente à estrutura accionistas das sociedades, e apesar das significativas diferenças entre elas, a generalidade apresenta uma reduzida dispersão do seu capital accionista, caracterizando-se ainda por deterem uma elevada estabilidade, pelo que não é de estranhar que todas as empresas, excepto uma, admitiam que existe um ou mais accionistas que exercem uma influência significativa na empresa, nomeadamente no que diz respeito à nomeação dos órgãos sociais.

No que concerne à administração e à fiscalização das sociedades, a maioria das empresas portuguesas optou pelo sistema monista latino, no entanto, todos os modelos admitidos por lei¹⁰ estão a ser utilizados, sendo que em muitos casos, as empresas

¹⁰ O Código das Sociedades Comerciais, na sequência da revisão ocorrida em 2006, permite três alternativas de modelos societários: dois modelos monistas (versão anglo-americana e versão latina) e um modelo dualista.

- Modelo monista anglo-saxónico – um único órgão de administração, com funções de supervisão e de gestão, onde tem assento o CEO (por vezes também o CFO), mas não os outros executivos; é o modelo que prevalece nos EUA e no Reino Unido; a maioria dos membros são não executivos e independentes, constituindo entre si a Comissão de Auditoria do Conselho de Administração; os poderes executivos são delegados no CEO, normalmente suportado por um Comité de Direcção.
- Modelo monista latino – um único órgão de administração, com funções de supervisão e de gestão, onde têm assento todos os executivos; a maioria dos seus membros deve ser não executivo e independente; modelo que prevalece em Portugal, Itália e Bélgica, sendo que

adoptaram informalmente órgãos com características semelhantes às consagradas legalmente pelos outros modelos. Em geral, é muito significativo o peso dos accionistas, seus familiares e quadros da empresa, embora o peso dos profissionais recrutados no mercado defira de sector para sector, e empresa para empresa. Quanto aos administradores independentes, mesmo tendo em conta que em muitas empresas o capital accionista se encontra muito concentrado, o seu peso é manifestamente reduzido, pelo que se conclui que existe uma sub-representação dos pequenos accionistas¹¹, sendo esta situação mais notória nas empresas que adoptam o modelo latino.

No que diz respeito a Comissões com funções de nomeação e/ou avaliação e/ou remuneração criadas no seio dos conselhos gerais e de supervisão ou dos conselhos de administração, embora existam empresas que têm funções nesta área, está ainda longe de se poder afirmar que a generalidade das empresas portuguesas cotadas possui este tipo de comissões.

Relativamente às assembleias-gerais, a percentagem de capital social presente nas assembleias de accionistas é bastante expressivo (em média ultrapassou os 2/3 em 2007). Conclui-se contudo que os investidores institucionais nacionais caracterizam-se pelo seu reduzido activismo, sendo que no que diz respeito ao direito de voto, em cerca de 1/3 das sociedades, a cada acção corresponde um voto, e noutro terço, são necessárias 100 acções para se ter direito a um voto, pelo que podemos então concluir que o investimento associado para deter direito a voto é reduzido em Portugal. Existem contudo restrições ao nível do exercício desse direito de voto, pois há empresas onde a percentagem máxima de direitos de voto que pode ser exercida por um accionista é inferior a 100%, mas mais grave, são algumas situações em que certos accionistas têm

nenhum destes países, nem nenhuma empresa com este modelo é tida como referência internacional de bom “Corporate Governance”.

- Modelo dualista – clara separação das funções executivas e de supervisão (não executivas) entre dois órgãos de administração distintos, o Conselho Geral e de Supervisão e Conselho de Administração Executivo; o Conselho Geral e de Supervisão é constituído, na sua maioria, por não executivos independentes, e o Conselho de Administração totalmente composto por executivos; modelo maioritariamente utilizado na Holanda e nas empresas do sector financeiro da Suíça, e que constituem as grandes referências internacionais de bom governance, juntamente com o modelo monista do Reino Unido.

¹¹ Pequeno accionista é o accionista que não detêm participação qualificada na sociedade.

Participação qualificada é a participação, directa ou indirecta, isolada ou conjunta, que possibilite ao seu detentor exercer influência significativa na gestão de uma empresa. Presume-se existir influência significativa na gestão de uma empresa sempre que a participação detida seja superior a 5% do capital ou direitos de voto da sociedade.

direito de voto especiais, incluindo o direito de veto, como é exemplo a Golden Share do Estado Português na Portugal Telecom.

Passando ao grau de cumprimento das recomendações da CMVM pelas empresas cotadas portuguesas, este cifrava-se em 62,5% em 2007, o que traduz um ligeiro crescimento face aos 59,1% registados em 2006, traduzindo este acréscimo o esforço que as sociedades portuguesas cotadas têm demonstrado no sentido de alinharem as suas estruturas de governo às melhores práticas internacionais. Contudo, é de registar o facto de algumas empresas, que para além de não cumprirem as recomendações, não o explicam no seu relatório de governo societário a razão desse incumprimento, contrariando assim o princípio *comply or explain*.

Sintetizando, embora existam melhorias nas práticas instituídas de governo das sociedades portuguesas, ainda se detectam muitos aspectos que se afiguram distantes das práticas de bom governo, sendo indispensável que os accionistas das sociedades reflectam sobre as razões invocadas para o não cumprimento, devendo efectuar uma análise acerca da adequabilidade dos mecanismos instituídos nas suas empresas.

Parte III – O sector da construção em Portugal – análise ao “Governance” dos principais players nacionais

1. Caracterização e desafios do sector da Construção Civil e Obras Públicas em Portugal

1.1. A realidade do sector da Construção Civil e Obras Públicas em Portugal

O sector da Construção Civil e Obras Públicas tem vindo a desempenhar um importante papel na economia portuguesa nos últimos vinte anos.

A importância deste sector poderá ser constatada pela influência que exerce no PIB e na criação de emprego. Contudo, para aferirmos a sua relevância não devemos apenas considerar a produção directa, mas também as actividades directa e indirectamente relacionadas, tanto a montante como a jusante. Assim, estima-se que o sector da construção contribua directamente com cerca de 7% para o PIB português, sendo esta percentagem aumentada para os 18%¹² se considerarmos todas as actividades relacionadas (segunda actividade económica mais importante na economia portuguesa, superada apenas pelo sector público).

Quanto à importância do sector para o emprego nacional, de acordo com dados do Instituto Nacional da Construção e do Imobiliário (INCI), em 2008 existiam cerca de 57 mil empresas de construção registadas, contribuindo para cerca de 15% do emprego em Portugal.

Este sector tem um importante papel na dinamização da economia resultado dos seguintes aspectos:

- Peso do sector na economia e emprego, conforme descrito anteriormente;
- Efeito multiplicador do investimento em construção nos restantes sectores de actividade económica;
- Rápida reacção do sector a estímulos;
- Utilidade social dos seus produtos (infra-estruturas, habitação, etc.); e

¹² Fonte: Deloitte/ANEOP – dados de 2007

- Visibilidade do sector e seus efeitos no clima económico e níveis de confiança dos agentes económicos.

Nos últimos anos o sector tem-se deparado com uma conjuntura interna desfavorável, pelo que a crise mundial que eclodiu no ano passado veio ainda mais acentuar as suas fragilidades. Porém, este sector é visto como um importante instrumento de combate à crise, tendo o Governo português, à semelhança dos seus congéneres europeus, lançado um conjunto de investimentos nesta área, com horizonte temporal de uma década, considerados estruturantes para o País, potenciando a criação e geração de emprego e dinamizando da actividade empresarial de forma a debelar os efeitos da crise na economia nacional.

De acordo com o Euroconstruct, o sector da construção apresentava um volume de negócios de 25 mil milhões de euros (dados 2007), um decréscimo de 2,8% comparando com 2006. Analisando o período de 2004 a 2007, o decréscimo anual médio situou-se nos 4,1%. Espera-se que o plano de investimentos do governo inverta esta tendência já a partir de 2009.

O tecido empresarial do sector:

O tecido empresarial deste sector caracteriza-se pela elevada fragmentação (57 mil empresas), sendo a reduzida dimensão média das empresas nacionais um entrave à execução de obras de elevada dimensão, limitando ainda o sucesso competitivo a nível internacional.

Para se explicar o elevado nível de fragmentação, as 50 maiores construtoras portuguesas representam 23% do volume de negócios e 9% do emprego do sector¹³.

Relação entre o sector da construção e o sector financeiro:

Existe uma grande interdependência entre as construtoras e o sector financeiro, já que as primeiras necessitam de recorrer à banca para financiar os projectos de construção, as suas estratégias de diversificação e a internacionalização. A banca aumentou a sua exposição ao “cluster” da construção, que representa, segundo dados da Deloitte, cerca de 70% do total do crédito concedido a empresas e particulares.

¹³ Fonte: Deloitte/ANEOP – dados de 2007

Desafios para o sector:

Para a evolução do sector, é indispensável que as empresas se focalizem essencialmente em três “drivers” fundamentais:

- *Concentração* – A concentração é considerada indispensável para o sector enfrentar os actuais e futuros desafios, nomeadamente a internacionalização e o actual plano de investimentos do Governo, pois permite às empresas um aumento da sua dimensão, “know-how” e capacidade de financiamento.
- *Internacionalização* – A internacionalização tem cada vez mais importância nas maiores empresas de construção. A reduzida dimensão do mercado interno, agravada pela prolongada crise no sector, bem como as oportunidades no mercado externo, nomeadamente economias emergentes, África e Europa de Leste, são os principais factores apresentados para suportar a aposta na internacionalização, sendo ainda considerada como indispensável, não só ao crescimento do volume de negócios de forma a libertar meios para fazer face à actividade operacional de construção, mas também aos desafios inerentes à diversificação de actividades.

Contudo, e embora seja de esperar o enfoque na internacionalização (pelo menos das maiores construtoras portuguesas), a incerteza relativamente à evolução dos mercados internacionais e aos impactos da crise económica global condicionarão a concretização de estratégias neste âmbito.

- *Diversificação* – A transformação das empresas de construção em empresas multi-serviços constitui um driver fundamental para o crescimento do sector. A diversificação para outros sectores, como por exemplo o das concessões e ambiente, alavanca a actividade de construção. A estratégia de diversificação tem de se caracterizar pela integração de actividades a jusante da construção. A diversificação permite ainda a entrada em sectores onde as margens são habitualmente superiores às praticadas no sector da construção, que se estima situarem-se nos 4%.

Para além destes três “drivers”, de salientar a necessidade de adaptação dos modelos de gestão e aposta na qualificação dos recursos humanos para que o sector consiga enfrentar as novas exigências do mercado global.

1.2. Oportunidades e ameaças actuais para as empresas do sector

Tal como descrito no ponto 1.1. as empresas do sector enfrentam inúmeros desafios para superarem a actual crise. O Quadro 3 identifica as maiores oportunidades e ameaças que as empresas de construção actualmente enfrentam:

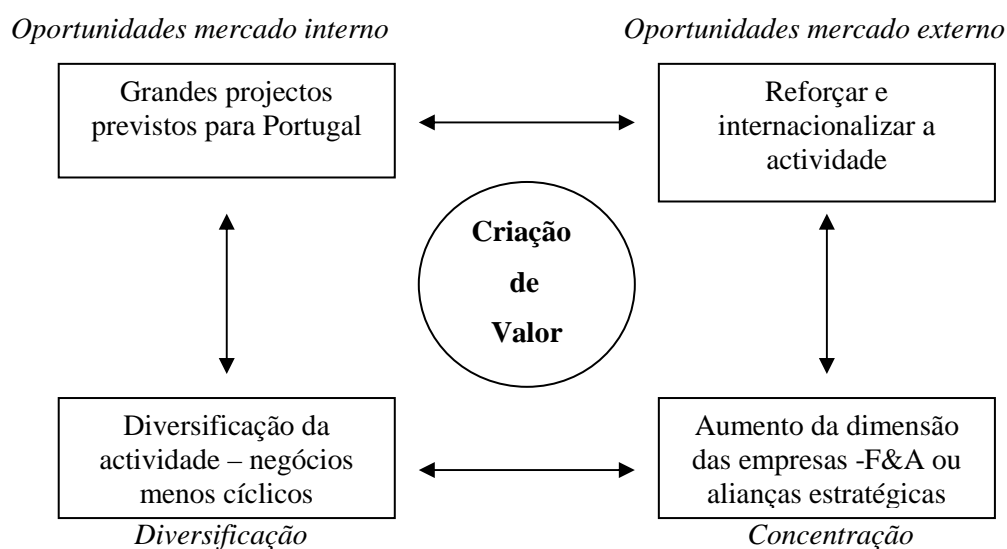
Quadro 3

Identificação das maiores oportunidades e ameaças que o sector da construção enfrenta

Oportunidades	Ameaças
Grandes projectos de investimento no mercado português (2007 - 2017 = + de 40.000M€).	Contexto macroeconómico desfavorável ao relançamento do mercado residencial
Forte potencial de crescimento nos mercados de Angola e Europa de Leste (onde as nossas construtoras já estão presentes).	Elevada dependência das empresas do sector de financiamento externo – perfil de risco para as empresas de construção muito mais exigente.
Brasil – forte crescimento do sector residencial, incentivos ao investimento no sector de infra-estruturas e potencial de diversificação para sectores como a energia, ambiente e concessões de auto-estradas e portos.	Aumento da concorrência de empresas espanholas no mercado português como consequência da retracção do seu mercado interno e interesse pelas obras anunciadas em Portugal (TGV, NAL, Concessões Rodoviárias, energia, etc.).
Diversificação para sectores como a energia e serviços, menos cíclicos e tradicionalmente geradores de maiores margens que o sector da construção.	Forte poder negocial do Estado fruto do elevado número de propostas por concursos e de ser o cliente número um do sector.
Concentração/fusão de empresas no mercado, visto que criam sinergias, dão maior dimensão e massa crítica.	Falta de estratégias de cooperação entre as empresas no sector.
Peso do sector construção na economia e sector financeiro.	“Governance” e recursos humanos das empresas nacionais ainda necessitam de adaptações para poderem efectuar e consolidar os seus processos de internacionalização.

Face a este cenário de oportunidades e ameaças, as empresas devem sempre adoptar estratégias que visem a criação de valor. O diagrama do Quadro 4 sintetiza os quatro vectores de oportunidades do sector:

Quadro 4
Diagrama de oportunidades do sector¹⁴



2. Os maiores “players” nacionais do sector da Construção Civil e Obras Públicas em Portugal

2.1. Identificação das maiores empresas do sector

Após análise aos relatórios e contas das principais construtoras portuguesas, e tendo como base o volume de negócios (vendas + prestação de serviços), chegamos ao ranking das 5 maiores empresas construtoras portuguesas – Quadro 5.

¹⁴ Baseado na análise do Banco Santander – “A Banca e o Sector de Construção em Portugal e Espanha” – Lisboa, 29 de Maio de 2008

Quadro 5

Ranking das 5 maiores empresas construtoras portuguesas:

(milhares €)

N.º	Empresa	Volume Negócios (Vendas+Prest. Serv.)	Volume Negócios Construção	Resultado Líquido
1	Mota-Engil	1.868.731	1.466.700	30.565
2	Teixeira Duarte a)	1.291.073	712.993	c) (347.244)
3	Soares da Costa a)	834.751	721.553	8.207
4	Somague Engenharia b)	N/A	700.056	6.564
5	Opway Engenharia b)	N/A	620.850	(9.899)

Fonte: cálculos próprios, com base nos Relatórios e Contas das empresas

a) dada a proximidade do VN do sector construção das duas empresas, o critério para elaboração do ranking foi o VN do grupo

b) N/A (não aplicável) pois o negócio destas empresas é unicamente a construção

c) resultados fortemente penalizados pela desvalorização Activos Financeiros Disponíveis para Venda em 390.105 m€ - sem esta penalização os resultados seriam positivos em 42.861 m€

2.2. Breve resenha histórica dos maiores “players” nacionais

Mota-Engil

O maior “player” nacional do sector resultou da fusão de duas empresas de dimensão média, a Mota & Companhia e a Engil.

Algumas datas importantes na história destas empresas:

1946 – Fundação da Mota & Companhia na cidade de Amarante, tendo nesse mesmo ano criado uma sucursal em Angola, onde exclusivamente desenvolveu as suas actividades até 1974.

1952 – Ano de fundação da Engil.

1975 – Início do processo de internacionalização da Mota & Companhia, com a adjudicação de obras na Namíbia e Suazilândia.

1976 – Primeira grande obra adjudicada à Mota & Companhia em Portugal – regularização do Baixo Mondego – o que lhe permitiu a abertura do mercado das grandes obras nacionais.

1978 – Início do processo de Internacionalização da Engil, com a adjudicação de obras na Venezuela – por questões relacionadas com a conjuntura económica, este processo foi abandonado e retomado apenas em 1989 com a entrada no mercado angolano.

1990 – Mota & Companhia inicia o seu processo diversificação, com a entrada em actividades directa e indirectamente relacionadas com a construção.

1994 – Adjudicação, em consórcio, da Ponte Vasco da Gama, que permitiu à Mota & Companhia a entrada no negócio das concessões.

1999/2000 – Em 1999, empresas do universo da família Mota lançam uma OPA sobre a totalidade do capital da Engil, de onde veio a resultar, em 2000, a formação do grupo Mota-Engil.

2002 – Concretização da fusão Mota & Companhia e Engil dá origem à criação da maior construtora portuguesa. Simultaneamente, intensifica-se a estratégia de diversificação, com enfoque nas áreas das concessões e ambiente e serviços.

2005 – Entrada na empresa no PSI 20, o que permitiu a obtenção de maior visibilidade, estabilidade, potencial de valorização e atracção de investimento.

Teixeira Duarte:

1921 – Início da actividade da empresa.

1934 – Transformação da empresa numa sociedade por quotas.

Década de 70 – Início do processo de internacionalização.

1987 – Transformação em Sociedade Anónima.

1998 – Ano de admissão à cotação na Bolsa de Valores de Lisboa.

Soares da Costa:

1918 – Ano de fundação da empresa.

Décadas de 40/50 – Constituição da sociedade por quotas e crescimento e consolidação regional (zona norte).

Década 60 – Expansão nacional (centro, sul e ilhas) e transformação em Sociedade Anónima.

Década 70 – Empresa entra numa fase de grande crescimento, permitindo-lhe atingir a posição cimeira no panorama do sector em Portugal.

Década 80 – Início do processo de internacionalização, com a entrada no mercado venezuelano, ao qual se seguiram Angola, Moçambique, Alemanha, entre muitos outros países. Em 1986 é admitida à negociação na Bolsa de Valores de Lisboa e Porto.

Década 90 – Marcada pela consolidação do grupo, e diversificação da actividade, com a entrada no sector do ambiente e concessões.

2002 – Reestruturação do grupo, com a criação de holdings para cada grupo de negócio (construção, indústria, concessões e imobiliária).

2006/2007 – Alteração da estrutura accionista da empresa em meados de 2006, e em Janeiro de 2007 com a concretização da Oferta Pública de Aquisição de Acções a Investifino – Investimentos e Participações, SGPS, SA, passa a deter uma participação de domínio da sociedade.

Com a apresentação em Outubro de 2007 do plano estratégico “Ambição Sustentável 2007-2012”, o grupo selecciona as áreas de Construção e Concessões/Serviços como as áreas estratégicas de actuação futura.

Somague:

1947 – Criação da empresa que veio dar origem à Somague, a Sociedade de Empreitadas Moniz da Maia, Duarte & Vaz Guedes, Lda., como resposta à recuperação prevista do pós guerra, associado ao forte investimento estatal em grandes infra-estruturas (barragens, portos, viadutos e estradas).

1952 – Primeira obra fora de Portugal, com o início dos trabalhos de construção de pontes em Moçambique.

1965 – Transformação da empresa em Sociedade Anónima.

1978 – Início do processo de Internacionalização, com a entrada na Venezuela.

1987 – Dispersão de 25% do capital, com o lançamento de uma Oferta Pública de Venda.

1993 – Diversificação da actividade, com a entrada no sector do ambiente a realizar-se via aquisição de empresas, tornando-se no maior grupo português a actuar no sector.

1998 – Consolidação do processo de internacionalização – criação da Somague Internacional, entrada no Brasil no sector das concessões, e arranque das primeiras concessões na área rodoviária em Portugal. Neste ano, dá-se ainda a fusão com a Soconstroi, tornando-se o maior grupo português na área da construção civil e obras públicas.

2000 – Estabelecimento de uma parceria com o grupo espanhol Sacyr Vallehermoso.

2004 – Integração da Somague no grupo Sacyr Vallehermoso, o que lhe permite passar a competir na escala ibérica.

OPWAY:

Apesar de ser a quinta maior construtora nacional, a OPWAY apenas “nasceu” em 2008 resultado da aquisição da SOPOL pela OPCA, pelo que o seu histórico é representando pelo passado destas duas empresas.

Em termos cronológicos:

1932 – Ano de fundação da OPCA.

1952 – Ano de fundação da SOPOL.

A partir da década de 80 – no seguimento do já efectuado pelas maiores empresas do sector, a OPCA decide apostar na diversificação, marcando presença em diversas actividades relacionadas com a construção, como geotecnia e fundações, bem como em outros sectores de actividade, como o ambiente e telecomunicações (infra-estruturas). Assistiu-se nesta década ao início do seu processo de internacionalização, marcando a sua presença em países como Macau, Angola e Moçambique.

1996 – Grupo A. Silva & Silva toma uma posição maioritária no capital da SOPOL, revitalizando a empresa.

Final dos anos 90 – OPCA atravessa diversas dificuldades, que conduziram a empresas a uma situação económica muito complicada, com um passivo de várias dezenas de milhões de euros e uma conta de exploração negativa. Esta difícil situação levou a que um grupo de accionistas adquirisse o controlo da empresa em 1999. Um destes accionistas foi o Banco Espírito Santo, que ainda hoje detém uma importante participação na empresa.

1999 – SOPOL estabelece uma importante parceria com a construtora espanhola Dragados para actuação no mercado de construção português e nos países de língua oficial portuguesa. Este acordo de parceria estratégica cessou em 2006.

2000 – Com a nova equipa de gestão, a OPCA ganha uma nova vitalidade, relançando a sua actividade em África, e lançando-se num negócio que se veio a demonstrar fundamental para a subsistência e serviu como alavanca para o crescimento da empresa, a entrada no negócio das Concessões Rodoviárias (em parceria com muitas outras empresas, nas quais é de destacar a Mota-Engil, BES, BCP e Grupo Odebrecht).

2006 – Dadas as dificuldades do sector no nosso país, a SOPOL elege os países africanos como mercado alvo, apostando definitivamente no processo de internacionalização.

2007 – OPCA adquire a Sopol, tornando-se assim num dos maiores “players” nacionais do sector.

2.3. Análise global de cada um dos cinco maiores “players” nacionais

Este ponto visa efectuar uma análise da actividade e estrutura accionista de cada uma das principais construtoras nacionais:

Mota-Engil:

A Mota-Engil afigura-se como a maior empresa a actuar no sector da construção em Portugal.

Os negócios do grupo encontram-se divididos por três “holdings”: Engenharia e Construção, Ambiente e Serviços e Concessões de Transportes. O Quadro 6 descreve a contribuição de cada uma destas áreas de negócio para o volume de negócios (V.N.):

Quadro 6

Mota-Engil: Vendas e Prestação de Serviços por Áreas de Negócio

MOTA - ENGIL

(milhares de euros)

Ano	2008	% VN 08	2007	% VN 06	2006	% VN 06	2005	% VN 05
Volume de negócios	1.868.731	100,00%	1.401.899	100,00%	1.308.233	100,00%	1.381.001	100,00%

Distribuição por áreas de negócio

Engenharia e Construção	1.466.674	78,49%	1.048.717	74,81%	1.092.353	83,50%	1.136.960	82,33%
Ambiente e Serviços	285.773	15,29%	248.896	17,75%	116.908	8,94%	114.704	8,31%
Concessões de transportes	117.002	6,26%	105.629	7,53%	250.302	19,13%	148.864	10,78%
Outros, eliminações e intra-grupo	(718)	-0,04%	(1.343)	-0,10%	(151.330)	-11,57%	(19.527)	-1,41%

Fonte: cálculos próprios, com base nos Relatórios e Contas da Mota-Engil

Da análise deste quadro é de realçar o peso do sector construção no V.N., cuja actividade serve para alavancar as demais segmentos de negócio do grupo.

Processo de Internacionalização

A Mota-Engil desempenha a sua actividade em 23 países, com especial destaque para Angola, Malawi, Perú, Polónia, República Checa e Hungria.

A área de negócio com maior destaque é a da Engenharia e Construção. Em 2008, o mercado português representou “somente” 49% (em 2007: 57%) da actividade de construção, o que vem confirmar a diminuição da contribuição do mercado nacional para o V.N. verificado nos últimos anos, resultado da crescente importância dos mercados internacionais.

Relativamente às áreas de negócios Ambiente e Serviços e Concessões de Transportes, o peso da actividade internacional nos respectivos V.N. é pouco significativa, sendo contudo de destacar o enfoque que será dado à área do Ambiente e Serviços nos próximos anos, com a aposta no mercado angolano e Europa Central, locais onde a área da Engenharia e Construção já tem a sua actividade consolidada, e que servirá de base para a entrada nestes mercados.

Estrutura accionista

Quadro 7

Estrutura accionista da Mota-Engil

Accionista	% capital
FM - Sociedade de Controlo, SGPS, SA	59,53%
Privado Holding SGPS, SA	5,06%
Nmás 1 Agência de Valores SA	2,05%
Distribuído pelo mercado	33,36%

Da análise do Quadro 7 verifica-se a concentração da maioria do capital da empresa numa só entidade, a FM – Sociedade de Controlo, SGPS, SA, detida na sua totalidade pela família Mota, e o reduzido peso de investidores institucionais na estrutura accionista – de cariz familiar.

Teixeira Duarte:

A Teixeira Duarte tem vindo a registar um crescimento exponencial no seu V.N., entre 2005 e 2008 o aumento rondou os 54%, com todas as actividades da empresa a registarem desempenhos bastante significativos, com especial enfoque nos mercados internacionais onde a empresa se encontra presente.

O Quadro 8 descreve a contribuição de cada uma das áreas de negócio para o volume de negócios (V.N.):

Quadro 8

Teixeira Duarte: Vendas e Prestação de Serviços por Áreas de Negócio

TEIXEIRA DUARTE

(milhares de euros)

Ano	2008	% VN 08	2007	% VN 06	2006	% VN 06	2005	% VN 05
Volume de negócios	1.291.073	100,00%	1.011.513	100,00%	755.859	100,00%	696.537	100,00%

Distribuição por áreas de negócio

Construção	712.993	55,22%	519.914	51,40%	410.837	54,35%	330.786	47,49%
Cimentos, Betões e Agregados	33.151	2,57%	21.420	2,12%	14.019	1,85%	-	-
Concessões e Serviços	34.865	2,70%	35.140	3,47%	31.338	4,15%	32.164	4,62%
Imobiliário	113.856	8,82%	87.935	8,69%	71.517	9,46%	90.961	13,06%
Hotelaria	68.734	5,32%	62.539	6,18%	56.827	7,52%	52.753	7,57%
Comércio Alimentar	102.589	7,95%	89.286	8,83%	79.995	10,58%	54.573	7,83%
Comercialização de combustíveis	151.340	11,72%	131.179	12,97%	83.990	11,11%	63.509	9,12%
Comercialização de viaturas	159.653	12,37%	119.314	11,80%	84.335	11,16%	71.782	10,31%
Outros, eliminações e intra-grupo	(86.108)	-6,67%	(55.214)	-5,46%	(76.999)	-10,19%	9	0,00%

Fonte: cálculos próprios, com base nos Relatórios e Contas da Teixeira Duarte

Com base nos dados do Quadro 8, constata-se uma grande diversificação de actividade, com a construção a representar “somente” cerca de 50% da actividade nos últimos quatro anos, o que denota que o crescimento da empresa é efectuada tendo como alicerces todas as actividades da empresa e não só a rubrica construção.

Processo de Internacionalização

A nível internacional, a Teixeira Duarte desempenha a sua actividade em 10 países, sendo de destacar como mercados internacionais preferenciais Angola, Argélia e Brasil. O Quadro 9 mostra o peso do mercados nacional e internacional no V.N. da empresa, verificando-se uma crescente diminuição do peso do mercado nacional no V.N. do grupo:

Quadro 9

Teixeira Duarte: Distribuição do V.N. por mercados

Ano	2008	2007	2006	2005
Mercado Nacional	42,99%	49,89%	56,55%	64,55%
Mercado Internacional	57,01%	50,11%	43,45%	35,45%

Fonte: cálculos próprios, com base nos Relatórios e Contas da Teixeira Duarte

Estrutura accionista

Quadro 10

Estrutura accionista da Teixeira Duarte

Accionista	% capital
Teixeira Duarte, SGPS, SA	55,99%
Banco Comercial Português, SA	10,00%
Cimile, SGPS, Lda	3,20%
Distribuído pelo mercado	30,81%

Da análise do Quadro 10 verifica-se a concentração da maioria do capital da empresa numa só entidade, a Teixeira Duarte, SGPS, SA, detida na sua totalidade pela família Teixeira Duarte, e o reduzido peso de investidores institucionais na estrutura accionista.

Conclui-se que a Teixeira Duarte possui uma estrutura accionista marcadamente familiar.

Soares da Costa:

A Soares da Costa registou no último exercício um elevado crescimento no seu V.N. (mais 51,6% em relação a 2007), após a estagnação verificada entre 2005 e 2007. Este crescimento resultou fundamentalmente da actividade de construção realizada em Portugal. O Quadro 11 descreve a contribuição de cada uma das áreas de negócio para o volume de negócios (V.N.):

Quadro 11

Soares da Costa: Vendas e Prestação de Serviços por Áreas de Negócio

Soares da Costa

(milhares de euros)

Ano	2008	% VN 08	2007	% VN 06	2006	% VN 06	2005	% VN 05
Volume de negócios	834.751	100,00%	550.541	100,00%	562.296	100,00%	553.773	100,00%

Distribuição por áreas de negócio

SdC SGPS + Serv. Partilhados	70	0,01%	89	0,02%	258	0,05%	364	0,07%
Construção	721.553	86,44%	471.733	85,69%	509.730	90,65%	493.169	89,06%
Indústria	63.250	7,58%	70.256	12,76%	51.438	9,15%	44.813	8,09%
Imobiliária	1.776	0,21%	6.190	1,12%	560	0,10%	15.328	2,77%
Concessões	48.102	5,76%	2.273	0,41%	310	0,06%	98	0,02%

Fonte: cálculos próprios, com base nos Relatórios e Contas da Soares da Costa

Os dados do Quadro 11 denotam a baixa diversificação de actividade, com o V.N. do grupo a ser constituído quase na sua totalidade pela área da construção, o que denota a exposição e dependência da empresa relativamente a este sector de actividade.

Processo de Internacionalização

No plano internacional, a Soares da Costa desempenha a sua actividade fundamentalmente em 10 países, sendo de destacar a actividade da empresa no mercado angolano (36,6% do V.N do grupo, de acordo com os dados do Relatório e Contas 2008). Comparativamente à Mota-Engil e Teixeira Duarte, o processo de internacionalização da empresa ainda se encontra numa fase muito embrionária, pois a única presença de relevo, mercado angolano, tem por base uma relação histórica de presença da empresa naquele mercado.

O Quadro 12 mostra a relevância dos mercados nacional e internacional no V.N. da empresa, verificando-se que no último ano a tendência de decréscimo do mercado nacional no V.N. do grupo foi invertida, configurando este espaço geográfico a base do crescimento verificado no último ano:

Quadro 12

Soares da Costa: Distribuição do V.N. por mercados

Ano	2008	2007	2006	2005
Mercado Nacional	50,10%	32,50%	38,22%	59,83%
Mercado Internacional	49,90%	67,50%	61,78%	40,17%

Fonte: cálculos próprios, com base nos Relatórios e Contas da Soares da Costa

Estrutura accionista

Quadro 13

Estrutura accionista da Soares da Costa

Accionista	% capital
Investifino - Inv. e Participações, SA	70,81%
Caetano, SGPS, SA	11,00%
Distribuído pelo mercado	18,19%

Da análise do Quadro 13 verifica-se uma elevada concentração de capital na sociedade Investifino, detida pelo Presidente do Conselho de Administração da Soares da Costa, Manuel Fino e sua família., e um reduzido peso de investidores institucionais na estrutura accionista.

Somague:

A Somague foi integrada em 2004 no grupo espanhol Sacyr Vallehermoso (SyV), através da troca de participações entre as empresas.

Sendo uma empresa no universo da SyV, o único sector (relevante) onde desenvolve a sua actividade é a construção.

No Quadro 14 encontra-se relevado o V.N. nos últimos quatro anos:

Quadro 14

Somague: Vendas e Prestação de Serviços – construção

Somague

(milhares de euros)

Ano	2008	2007	2006	2005
Volume de negócios - 100% construção	700.056	726.111	661.651	746.119

Processo de Internacionalização

A Somague tem presença, fundamentalmente, em seis países, com destaque para a actividade em Angola e Espanha, neste último país fruto da integração da empresa na SyV. O sector nacional continua a desempenhar um importante papel no V.N. da empresa, ao que não será alheio o seu carácter regional no âmbito do grupo SyV – Quadro 15.

Quadro 15

Somague: Distribuição do V.N. por mercados

Ano	2008	2007	2006	2005
Mercado Nacional	69,97%	70,36%	78,78%	91,37%
Mercado Internacional	30,03%	29,64%	21,22%	8,63%

Fonte: cálculos próprios, com base nos Relatórios e Contas da Somague

Estrutura accionista

Não sendo cotada em bolsa, e apesar dos esforços desenvolvidos, não foi possível aferir a exacta composição accionista da Somague, contudo, é notória a posição de controlo do seu principal accionista, o grupo espanhol SyV.

Opway:

A Opway desenvolve a sua actividade fundamentalmente no sector da construção. A presença no sector das concessões e transportes não se encontra autonomizada do sector da construção.

No Quadro 16 consta informação acerca do V.N. da empresa.

Quadro 16

Opway, Opca e Sopol: Vendas e Prestação de Serviços – construção

(milhares de euros)

Ano	2008	2007	2006	2005
Opca - Volume de negócios - 100% construção	-	175.656	222.867	308.575
Sopol - Volume de negócios - 100% construção	-	153.074	74.499	106.712
Opway - Volume de negócios - 100% construção	620.850	-	-	-

Fonte: Relatórios e Contas Opway, Opca e Sopol

Os dados relativos a 2005, 2006 e 2007 dizem respeito às contas individuais da Opca e Sopol. Tendo a fusão entre estas duas empresas ocorrido em 2007, a apresentação de contas conjuntas (Opway) apenas ocorreu em 2008 (apresentação de contas consolidadas).

Da análise do Quadro 16 ressalta o crescimento no V.N. verificado em 2008.

Internacionalização

A Opway marca presença em países como Angola, Argélia, Espanha, EUA, Brasil, Cabo Verde, México e Moçambique. Apenas foi possível a recolha de dados de 2008, verificando-se que neste ano, 13,18% do V.N. da empresa resulta da actividade em mercados estrangeiros, com especial enfoque no mercado espanhol.

Estrutura accionista

Apesar das diversas tentativas para obter informação acerca da estrutura accionista da empresa, não foi possível obter dados concretos.

3. “Governance” das maiores construtoras portuguesas

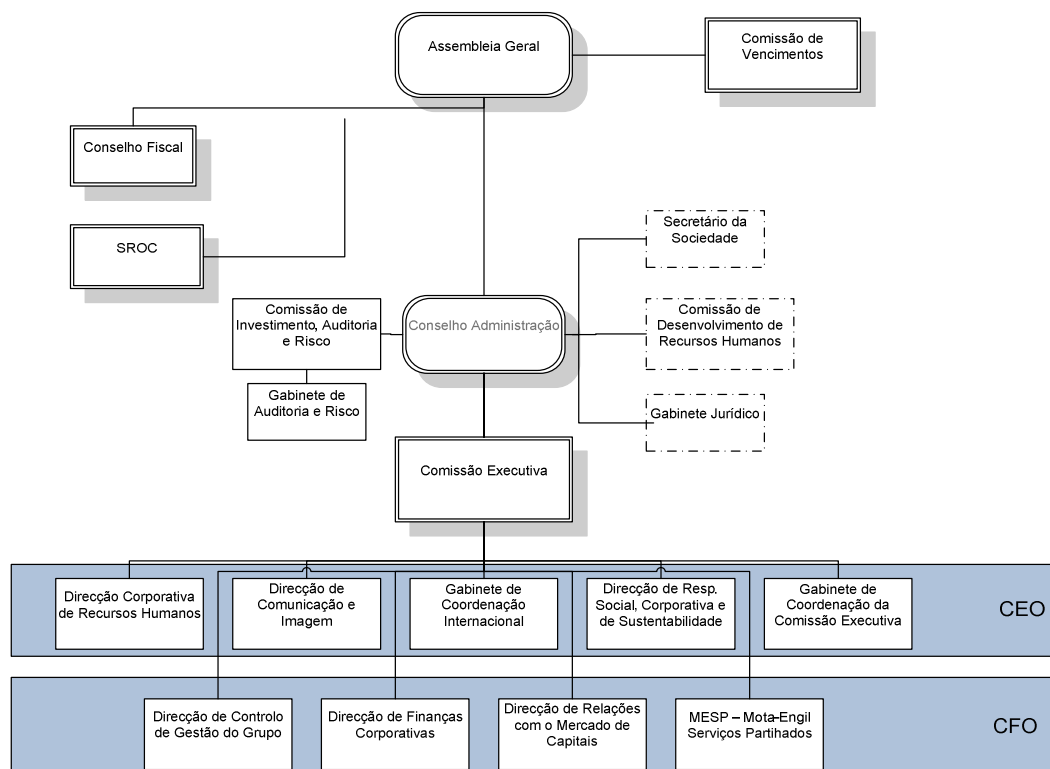
3.1. Caracterização do governo de cada um dos 5 “players” do sector da construção

Pretende-se neste ponto identificar a estrutura de governo de cada uma das sociedades, partindo da informação disponível nos web sites das empresas e informação reportada ao mercado de capitais:

3.1.1. Mota-Engil

O governo do grupo Mota-Engil poderá ser representado pelo seguinte organograma:

Quadro 17
Organograma de governo da sociedade Mota-Engil:



A estrutura de governo da Mota-Engil baseia-se no modelo de governo preconizado pelo Sistema Monista Latino.

Assembleia-Geral

A Assembleia-Geral afigura-se como o órgão soberano da sociedade, onde se encontram representados todos os accionistas. As deliberações tomadas em sede deste órgão social revestem-se de carácter vinculativo para toda a sociedade e universo accionista.

A Assembleia-Geral é constituída pelos accionistas com direito de voto. De acordo com os estatutos da sociedade, cem acções correspondem a um voto.

A mesa da Assembleia-Geral é constituída por dois membros, o presidente e o secretário. Ao nível das incumbências que lhe estão cometidas destacam-se a aprovação do relatório de gestão e contas anuais, a eleição do Conselho Fiscal e SROC (sob proposta do Conselho Fiscal), bem como a eleição da Comissão de Vencimentos.

Conselho de Administração:

A Mota-Engil, SGPS, SA possui um Conselho de Administração (CADM) composto por treze membros (um presidente, dois vice-presidentes e dez vogais). Destes treze membros, sete exercem funções executivas e seis funções não executivas, sendo que destes seis administradores, dois são considerados administradores independentes (de acordo com as regras delineadas pela CMVM). Os administradores executivos compõem a Comissão Executiva (Comex), que foi eleita e cujos poderes foram delegados pelo CADM.

Cabe ao Conselho de Administração, para além das competências reservadas por lei, a aprovação das grandes directivas estratégicas da empresa.

COMEX:

O Conselho de Administração da Mota-Engil delegou na Comex todos os poderes relacionados com a gestão executiva dos negócios do grupo, nomeadamente o cumprimento das directivas estratégicas emanadas pelo CADM. Todos os assuntos tratados na Comex, mesmo que no âmbito da sua competência de poderes, são dados a conhecer aos administradores não executivos, mantendo-se na esfera do CADM todas

as decisões referentes à definição da estratégia da empresa, bem como políticas gerais da sociedade e estrutura empresarial do grupo.

O presidente da Comex é o CEO (Chief Executive Officer), existindo ainda a CFO (Chief Financial Officer), a quem é incumbida a responsabilidade pelas matérias financeiras do grupo.

Órgãos de Fiscalização:

A fiscalização da empresa é exercida pelo Conselho Fiscal, nomeada pela Assembleia-Geral, e uma Sociedade de Revisores Oficiais de Contas (SROC), nomeada pela Assembleia-geral sob proposta do Conselho Fiscal, mas que não constitui parte integrante deste conselho.

O Conselho Fiscal é composto por um presidente, dois membros efectivos e um suplente, traduzindo-se as suas funções no acompanhamento e fiscalização da actividade do grupo.

De salientar que as funções de Auditor Externo da sociedade são desempenhadas por uma entidade que não a SROC. À SROC compete-lhe proceder à revisão e certificação da informação financeira da sociedade.

Comissões Especializadas:

O governo da Mota-Engil caracteriza-se por possuir as seguintes três comissões especializadas:

- Comissão de Vencimentos

Eleita pela Assembleia-Geral, é composta actualmente por 4 membros, três administradores não executivos e um vogal do Conselho Fiscal. Esta comissão tem como função a definição da política de remuneração dos titulares dos órgãos sociais, fixando as remunerações, tendo em conta as funções exercidas, o desempenho verificado e a situação económica do grupo. Assim, compete-lhe proceder ao acompanhamento e avaliação, numa base constante, do desempenho dos administradores, verificando em que medida foram atingidos os objectivos propostos.

Não existe uma periodicidade definida para esta comissão se reunir, pelo que se reúne sempre que necessário.

- Comissão de Investimento, Auditoria e Risco

A esta comissão, composta por 3 membros permanentes, o presidente (administrador não executivo), um administrador independente não executivo e o CFO, compete-lhe apreciar e sugerir políticas de investimento e risco de negócios e projectos ao CADM, proceder ao exame e emitir pareceres sobre projectos de investimento ou desinvestimento, sobre a entrada e saída em novas áreas de negócio, bem como monitorizar operações financeiras e societárias relevantes.

- Comissão de Desenvolvimento de Recursos Humanos

Esta comissão tem como membros permanentes um administrador da sociedade e os presidentes dos Conselhos de Administração de cada uma das áreas de negócio. As suas principais funções são a monitorização da produtividade, remuneração e “igualdade de oportunidades”, proceder à avaliação dos programas de recrutamento e desenvolvimento de quadros de elevado valor, definir as orientações dos sistemas de avaliação e incentivos, planos de carreira, formação e recrutamento e selecção.

Compete-lhe ainda a definição da cultura e valores chave, coordenando esforços para a sua implementação no grupo.

De referir que a Mota-Engil não possui uma comissão para reflectir sobre o sistema de governo adoptado, proceder à sua avaliação e propor aos órgãos sociais competentes medidas correctivas. Estas funções são desempenhadas pelo CADM, sendo a sua aprovação efectuada em Assembleia-Geral.

Controlo interno, gestão de risco e divulgação da informação financeira:

Dada a exposição da empresa a riscos que poderão ter um impacto negativo na sua actividade, procura-se identificar esses riscos, avalia-los e monitorizá-los, cabendo a diferentes estruturas dentro do grupo a sua gestão e mitigação, sendo de destacar o papel da Comissão de Investimento, Auditoria e Risco.

Como principais riscos, o grupo Mota-Engil identifica os riscos de mercado dos diferentes segmentos de actividade da empresa, riscos financeiros, nomeadamente taxa de juro e taxa de câmbio, bem como riscos relacionados com a operacionalidade da empresa, sistemas de informação e comunicação, etc.

A gestão do risco cabe a cada uma das administrações das áreas de negócio do grupo, sendo que o seu “ciclo” compreende as seguintes cinco etapas:

- Identificação do risco – determinação dos riscos a que a empresa está sujeita, bem como do nível de tolerância de exposição a esses riscos.
- Mensuração do risco – quantificação das exposições ao risco e produção de relatórios para tomada de decisões.
- Controlo e gestão do risco – definição das iniciativas a tomar para fazer face ao risco.
- Implementação das medidas de gestão de risco definidas.
- Monitorização – avaliação do processo de gestão de risco, e se for caso disso, realinhamento e/ou redefinição da estratégia.

Quanto a novos negócios ou investimentos, estes são analisados pelas diversas áreas corporativas, sendo objecto de um parecer prévio da Comissão de Investimento, Auditoria e Risco antes de serem submetidas à aprovação do Conselho de Administração.

Relativamente aos riscos no processo de divulgação da informação financeira prestada, e de modo a evitar problemas de insider trading, apenas um número muito restrito de colaboradores está envolvido no processo de divulgação da informação financeira, estando estes colaboradores perfeitamente cientes dos seus deveres e obrigações e consequências decorrentes da divulgação ou utilização abusiva de informação privilegiada.

Após divulgação ao mercado, toda a informação financeira é disponibilizada no web site da empresa.

Existem ainda um Gabinete de Apoio ao Investidor para fazer a ponte entre a empresa e o mercado.

De referir que as contas da empresa são objecto de auditoria externa (entidade independente), tal como as contas de todas as empresas do grupo com um peso significativo no volume de negócios. Para além desta auditoria externa, as contas são também avalizadas pela SROC.

Comunicação de Irregularidades:

Em matéria de comunicação de irregularidades, a empresa estimula as comunicações internas de práticas irregulares, de modo a evitar ou prevenir que tais práticas causem danos ao património e informação prestada pelo grupo. É garantida

pelo Conselho Fiscal a confidencialidade das participações e o anonimato dos seus autores, sendo que quando forem comunicadas irregularidades pelos colaboradores da empresa, estes não poderão ser prejudicadas por o terem feito, mantendo-se inalterados todos os seus direitos e deveres.

Medidas “antitakeover”:

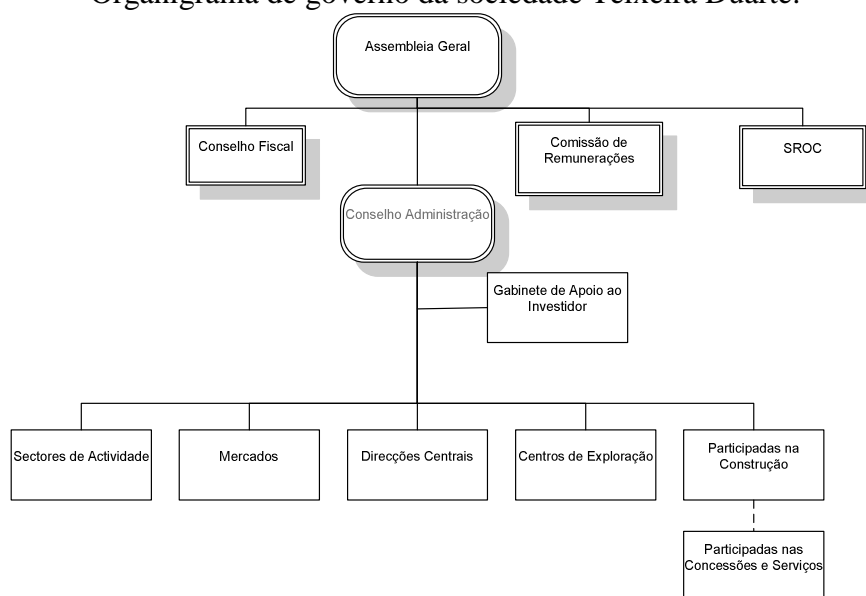
Os estatutos da empresa não prevêem quaisquer medidas que visem impedir o êxito de eventuais ofertas públicas de aquisição (OPA).

3.1.2. Teixeira Duarte

Em 2007, a Teixeira Duarte procedeu a uma reformulação da estrutura governativa com o objectivo de conseguir bons níveis de funcionamento e eficiência no desempenho das funções de cada órgão social, autonomamente e na interligação entre eles. A Teixeira Duarte passou assim a ter, para além da Assembleia-Geral, um Conselho de Administração (CADM) e dois órgãos de fiscalização autónomos, o Conselho Fiscal e a Sociedade de Revisores Oficiais de Contas (SROC).

Em termos de enquadramento desta estrutura com os modelos de “Corporate Governance” existentes, o governo da Teixeira Duarte identifica-se com o Sistema Monista Latino.

Quadro 18
Organigrama de governo da sociedade Teixeira Duarte:



Assembleia-Geral:

O órgão máximo da empresa é a Assembleia-Geral, que representa a universalidade dos accionistas, sendo que as suas deliberações são vinculativas para todos os accionistas, mesmo que ausentes, discordantes ou incapazes.

Este órgão é constituído pelos accionistas com direito a voto e pessoas singulares que mesmo não dispondo deste direito exerçam os cargos de membros efectivos dos Órgãos Sociais e de Secretário da Sociedade.

A Mesa da Assembleia-Geral é composta por um Presidente, Vice-Presidente e um Secretário.

De referir que de acordo com os estatutos desta Sociedade, a cada acção corresponde um voto, o que evidencia a “facilidade” de obtenção do direito ao voto, cumprindo assim a recomendação da CMVM sobre esta matéria.

Conselho de Administração:

De acordo com o Pacto Social da empresa, o CADM é composto por um mínimo de quatro membros e um máximo de onze membros, contando-se entre eles o Presidente do CADM. Todos estes membros são nomeados pela Assembleia-Geral. Em 2008, este órgão possuía nove membros, entre estes contava-se o Presidente e o Administrador Delegado. De entre os nove membros, apenas um exerce funções não executivas, o Presidente, sendo que todos os restantes elementos do CADM são administradores executivos, não se enquadrando nenhum deles como administrador independente. De entre os oito administradores executivos é nomeado o Administrador-Delegado, cujos poderes previstos nos estatutos se assemelham aos de um CEO (não se aplica este termo pois a Teixeira Duarte não possui uma Comissão Executiva, e o seu Presidente exerce unicamente funções não executivas).

A Teixeira Duarte optou por não delegar poderes em quaisquer comissões específicas, nomeadamente numa Comex. Tal deve-se ao facto do CADM ser quase exclusivamente composto por membros executivos, pelo que a empresa entende que tal se traduz numa eficácia de operacionalidade e proximidade das matérias que lhes compete, tornando-se redundante e contraproducente quaisquer delegações numa comissão específica.

Nesta empresa o Conselho de Administração tem um carácter fundamentalmente executivo, acumulando assim estas funções com as de natureza estratégica e de planeamento. Cada um dos administradores tem um ou mais pelouros pelos quais é directamente responsável.

Relativamente à existência de apenas um administrador não executivo e inexistência de administradores independentes, a Teixeira Duarte entende que nenhum dos seus administradores “se encontra em circunstância susceptível de afectar a sua isenção de análise ou de decisão.” Entende ainda, que face ao modelo societário adoptado, composição e normas de funcionamento dos seus órgãos sociais, sem delegação de competências em comissões específicas, como por exemplo uma Comex, a existência de um único administrador não executivo, o seu Presidente, é suficiente, tendo ainda em conta que o âmbito das funções deste último são essencialmente de representação institucional da empresa e aconselhamento.

De referir que esta era a estrutura do CADM em 2008, ano de referência para esta dissertação, contudo, e em 2009, o Presidente do CADM apresentou a sua renúncia, tendo a Assembleia-Geral de 13 de Maio de 2009 deliberado que o CADM passaria a funcionar com oito elementos, sendo um deles o Presidente. Assim, todos os administradores da sociedade possuem funções executivas, não se tendo procedido à designação de um administrador não executivo nem de pelo menos um administrador independente.

Órgãos de Fiscalização:

Os órgãos de fiscalização autónomos da Teixeira Duarte são, tal como referido anteriormente, o Conselho Fiscal e a Sociedade de Revisores Oficiais de Contas.

O Conselho Fiscal, eleito por Assembleia-Geral, é composto por três membros efectivos, o Presidente e dois vogais, e um suplente, que segundo a sociedade cumprem todos os requisitos de independência nem recai sobre eles quaisquer incompatibilidades para o exercício das suas funções, que compreendem, nomeadamente, o acompanhamento e fiscalização da actividade do grupo.

À SROC, que tal como o Conselho Fiscal, é eleita por Assembleia-Geral, compete-lhe proceder à revisão e certificação legal de contas, bem como exercer as funções de Auditor Externo, cumprindo, de acordo com informação da empresa,

integralmente todos os requisitos de independência bem como não se verifica qualquer incompatibilidade para o exercício do cargo para o qual foi nomeada.

Comissões Especializadas:

A única comissão especializada existente na Teixeira Duarte é a Comissão de Remunerações.

- Comissão de remunerações

Esta comissão, eleita por Assembleia-Geral, tem como principal incumbência a determinação do valor e composição da remuneração dos órgãos sociais da empresa, sendo que relativamente à remuneração auferida pelos membros do CADM, este deve ser calculada e composta de forma a alinhar os interesses destes com os interesses da sociedade, minimizando assim os problemas decorrentes da teoria da agência.

A Comissão de remunerações é composta por três membros, que embora não exercendo directamente funções na empresa são membros da família Teixeira Duarte, família que controla a empresa Teixeira Duarte, SA através de sociedades por si detidas.

A empresa optou por não delegar quaisquer outras competências em comissões especializadas pois assume que a colaboração entre todas as estruturas do grupo é o meio mais eficaz para se alcançarem os objectivos assumidos como colectivos, apostando nas Direcções Centrais e Coordenadores/Consultores para prestarem serviço nas vertentes de formação, aconselhamento, informação e supervisão.

A Teixeira Duarte entende ainda que dado o modelo de governo adoptado, a criação de comissões específicas para efeito de avaliação competente e independente do CADM e respectivos administradores não se afigura necessária, estando tais funções incumbidas à Assembleia-Geral, Conselho Fiscal e Comissão de Remunerações.

Esta não constituição de comissões especializadas resulta ainda do facto dos seus Administradores terem um perfil marcadamente executivo, traduzindo-se numa eficácia de operacionalidade, cabendo ainda a cada Administrador a responsabilidade pela supervisão de um determinado número de actividades da empresa.

Relativamente ao governo da sociedade, esta empresa considera não ser necessária uma comissão específica que verse sobre esta temática, pois os “poderes” de reflexão sobre o sistema de governo adoptado, a verificação da sua eficácia e eventuais medidas

correctivas encontram-se na esfera de atribuições de cada um dos Órgãos Sociais, que melhor do que qualquer comissão por estes criada para esse efeito consegue identificar problemas, procedendo a uma colaboração mútua na avaliação do modelo de governo adoptado, ultrapassando eventuais dificuldades de funcionamento e interligação.

Controlo interno, gestão de risco e divulgação da informação financeira:

O sistema de controlo interno e gestão de risco da Teixeira Duarte baseia-se fundamentalmente na promoção e autonomia dos colaboradores da empresa na direcção e acompanhamento dos diversos negócios, incutindo uma postura de responsabilidade e estímulo ao comportamento empreendedor, impondo de forma realista um rigoroso cumprimento das tarefas cometidas a cada colaborador, o que por si só, e de acordo com o entendimento daquela sociedade, constitui um eficaz e sustentado sistemas de controlo de riscos. De acordo com informação prestada pela Teixeira Duarte, este sistema tem obtido resultados práticos bastante satisfatórios, tendo sempre em conta a importância dos custos de controlo serem devidamente ponderados em relação ao que se pretende controlar.

Esta empresa conclui ainda que face à composição dos seus quadros gestores e princípios que são aplicados, os custos a incorrer com a criação de eventuais comissões de controlo seriam superiores ao benefício que daí se viria retirar, criando ainda entraves de nível burocrático que não encontrariam reflexo na prática.

Apesar de não serem comissões, é de realçar o papel do Departamento de Auditoria e Departamento de Consolidação de Contas e Análise de Empresas do Grupo no processo de controlo interno, gestão de risco e divulgação da informação financeira.

Toda a informação financeira é auditada pela SROC.

Para além de divulgada ao mercado, toda a informação financeira poderá ser encontrada no web site da Teixeira Duarte.

Comunicação de Irregularidades:

No que diz respeito à comunicação de eventuais irregularidades por colaboradores, estes deverão efectuar essa comunicação aos respectivos superiores hierárquicos (directores e responsáveis por centros de exploração e direcções centrais), sendo aberto, caso a denúncia seja plausível, o respectivo processo que é acompanhado

pelo responsável do departamento em que a irregularidade tenha ocorrido (com recursos apenas a pessoas não envolvidas), e caso se afigure conveniente, pelos serviços jurídicos, direcção central de recursos humanos e serviços administrativos. A decisão dos processos cabe às respectivas hierarquias, dela se dando conhecimento ao CADM e demais entidades a quem esta comunicação deva ser efectuada, como por exemplo, CMVM, Ministério Público, ACT (Autoridade para as Condições do Trabalho – ex IDICT), etc.

Se a denúncia não for efectuada por um colaborador, mas sim por um dos demais “stakeholders”, estes deverão dirigir-se Gabinete de Apoio ao Investidor ou aos Órgãos de Fiscalização (Conselho Fiscal e SROC), que darão o devido encaminhamento ao processo.

Medidas “antitakeover”:

De acordo com os estatutos da empresa, não existem quaisquer medidas que visem o impedimento de eventuais ofertas públicas de aquisição (OPA), pois os estatutos não prevêem qualquer limitação do número de votos que podem ser detidos ou exercidos por um único accionista, de forma individual ou em concertação com outros accionistas.

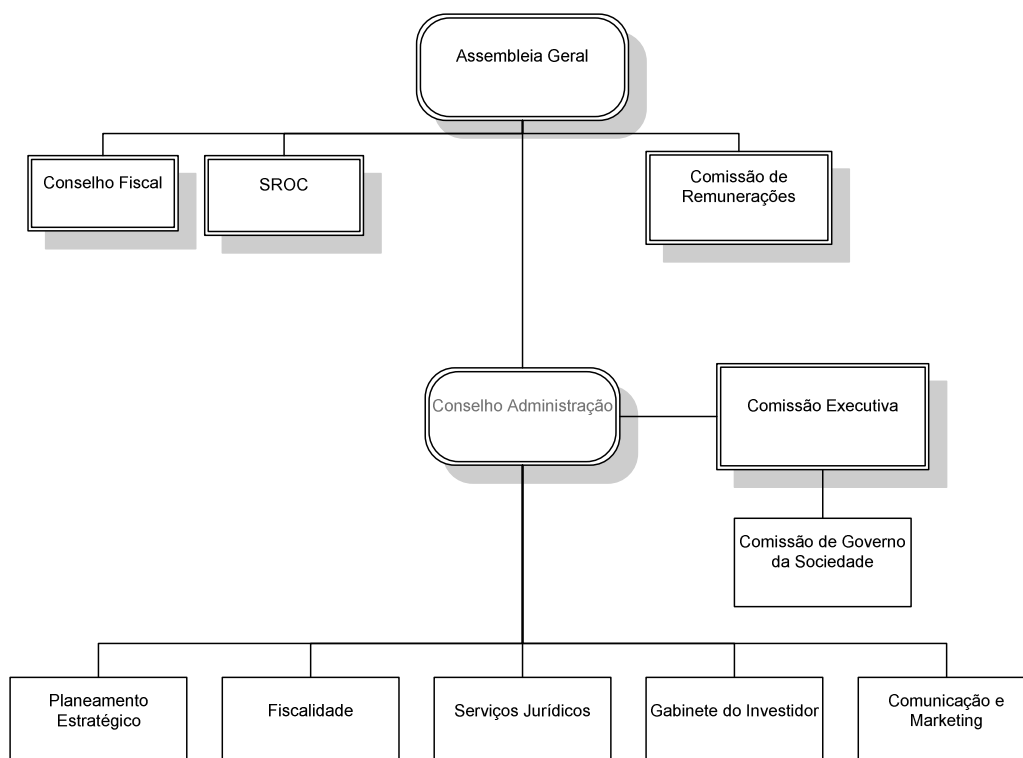
3.1.3. Soares da Costa

A estrutura governativa do Grupos Soares da Costa assenta na existência, para além da obrigatória Assembleia-Geral, de um Conselho de Administração (CADM) e dois órgãos de fiscalização autónomos, o Conselho Fiscal e a Sociedade de Revisores Oficiais de Contas (SROC). Por delegação do CADM, regista-se a existência de uma Comissão Executiva (Comex).

A estrutura de direcção e gestão da sociedade é constituída pelo CADM, composto por nove membros, do qual emerge uma Comissão Executiva, composta por quatro administradores, e na sua dependência os órgãos de apoio, assessoria e prestação de serviços a todo o grupo, tais como, Planeamento Estratégico e Controlo de Gestão de Riscos, Serviços Jurídicos, Gabinete de Apoio ao Investidor, Fiscalidade, Títulos e Seguros. Na dependência da Comex funciona a Comissão do Governo da Sociedade, para além de toda a estrutura de produção do grupo.

Em termos de enquadramento da estrutura governativa face aos modelos de “Corporate Governance” existentes, o governo da Soares da Costa, tal como a das duas outras construtoras até aqui analisadas, enquadra-se no Sistema Monista Latino.

Quadro 19
Organigrama de governo da sociedade Soares da Costa:



Assembleia-Geral:

Este órgão social, constituído por todos os accionistas com direito de voto, representa a universalidade dos accionistas, sendo as suas deliberações obrigatoriamente vinculativas para todos, quando tomadas nos termos da Lei e estatutos da empresa.

Como competências da Assembleia-Geral, além das previstas na Lei, destacam-se a eleição da sua Mesa, dos membros Conselho de Administração, Conselho Fiscal e respectivos Presidentes, bem como a eleição da SROC e Comissão de Remunerações.

De referir que a Mesa da Assembleia-Geral é composta apenas por um Presidente e um Secretário.

Nos estatutos da Sociedade é estipulado que a cada mil acções corresponde um voto, o que evidencia a dificuldade de acesso a este direito por parte de pequenos accionistas. De forma a contornar esta situação, a Soares da Costa pondera a possibilidade de, em futura actualização dos estatutos, alterar esta regra para a regra uma acção/um voto.

Conselho de Administração:

A Assembleia-Geral procede à eleição do CADM, a quem compete a condução dos negócios sociais da empresa. De acordo com os estatutos, este órgão social é composto por um número máximo de doze membros, incluindo o Presidente.

Até Abril de 2008, o Conselho de Administração era composto por seis elementos, tendo a Assembleia-Geral deliberado, na sua reunião de 29 de Abril de 2008, o seu alargamento para nove membros, sendo que os novos três administradores têm a qualidade de administradores não executivos.

Ao CADM, para além das competências reservadas por lei, compete a aprovação da estratégia da sociedade, do Relatório de Gestão bem como contas anuais e semestrais. A gestão da empresa foi delegada numa Comissão Executiva, competindo ao CADM a monitorização, fiscalização desta Comissão, bem como a apreciação de qualquer medida que lhe seja por ela submetida.

Tal como referido, o CADM é composto por nove membros, cinco não executivos (incluindo o presidente do CADM) e quatro executivos. Dos cinco administradores não executivos, apenas um é independente, o sendo que os quatro administradores executivos compõem a Comex do grupo. Aos administradores não executivos compete fundamentalmente o acompanhamento e fiscalização da actividade desenvolvida pela Comex, o acompanhamento e verificação do seguimento das estratégias delineadas pelo CADM, bem como a aprovação dos documentos mais relevantes para a vida da sociedade, tendo total acesso a informações que entendam necessárias ao desempenho do seu papel “fiscalizador”,

No entendimento da Soares da Costa, apesar de só ter um administrador independente (de acordo com as regras delineadas pela CMVM) considera que o melhor critério de independência deve observar-se na composição da Comex e posição face aos accionistas, devendo a gestão da sociedade ser exercida por profissionais sem ligações

aos accionistas. No seu caso particular, três dos membros da Comex não têm ligação a accionistas com participação qualificada e dos cinco administradores não executivos, um é independente, e os outros quatro estão directamente relacionados com accionistas detentores de participação qualificada, sendo que o acompanhamento e fiscalização da gestão da sociedade é efectuada por aqueles administradores (não executivos) e pelos Órgãos de Fiscalização (Conselho Fiscal e SROC), compostos na sua totalidade por independentes.

A Soares da Costa entende que o modelo de funcionamento adoptado é o mais adequado, contrabalançando funções executivas com não executivas.

Comex:

Tal como referido, o CADM delegou a gestão da Soares da Costa numa Comex, composta por quatro membros, donde emana o CEO e o CFO do grupo. Para além da gestão dos negócios do grupo, deve ainda cumprir escrupulosamente as directivas estratégicas aprovadas em CADM, dando ainda conhecimento a este último órgão de todos os assuntos relevantes para os negócios da sociedade.

O exercício das funções da Comex assenta no princípio da colegialidade, sob condução do CEO, muito embora a cada um dos membros da Comex estejam afectas áreas específicas de responsabilidade.

De referir que até 31 de Janeiro de 2008, esta Comissão funcionou apenas com três membros, tendo naquela data a Assembleia-geral aprovado o seu alargamento para os actuais quatro membros.

Órgãos de Fiscalização:

A fiscalização dos negócios da Soares da Costa é exercida por um Conselho Fiscal e uma Sociedade de Revisores Oficiais de Contas (SROC).

O Conselho Fiscal, eleito pela Assembleia-Geral, é constituído por três membros efectivos (Presidente e dois vogais) e um suplente, todos eles independentes e possuidores das competências adequadas ao exercício das funções para as quais foram designados. A este órgão cabe a função de proceder ao acompanhamento e fiscalização da gestão da sociedade, tendo acesso a toda a informação relevante para a sociedade, nomeadamente actas do CADM e Comex.

O segundo órgão de fiscalização, a SROC, é também eleita pela Assembleia-Geral, sob proposta do Conselho Fiscal, tendo um papel totalmente independente face à Sociedade, competindo-lhe proceder à revisão e certificação legal de contas.

Para além destes dois órgãos de fiscalização, a sociedade possui ainda um auditor externo, independente face à Sociedade, e sem qualquer relação com a SROC.

Ao Conselho Fiscal compete ainda proceder à avaliação do auditor externo, submetendo-a à apreciação da Assembleia-Geral

Comissões Especializadas:

No modelo de governo desta sociedade verifica-se a existência de duas comissões especializadas, a Comissão de Remunerações e a Comissão de Governo da Sociedade.

- **Comissão de Remunerações**

Esta comissão, eleita em Assembleia-Geral, tem como função propor a este órgão social a remuneração dos órgãos de administração, de acordo com determinados critérios, nomeadamente, as funções exercidas e o desempenho de cada um dos administradores e da sociedade.

Compete-lhe ainda, conjuntamente com o CADM, propor a remuneração dos órgãos de fiscalização da sociedade.

A Comissão de Remunerações é composta por três membros, não integrando administradores executivos, seus cônjuges, parentes e afins em linha recta até ao terceiro grau inclusive, pelo que se pode considerar os três membros desta comissão como independentes.

- **Comissão de Governo da Sociedade**

A Comissão de Governo da Sociedade tem como missão monitorizar todas as matérias relacionadas com o Governo da Sociedade, reavaliar o modelo existente em função da envolvente e estratégias definidas. Em termos funcionais, encontra-se na dependência da Comex sendo presidida por um membro da Comex e tendo como restantes membros o Director dos Serviços Jurídicos, o Secretário da Sociedade, os elementos do Gabinete de Apoio ao Investidor, dois directores e um técnico superior.

Esta Comissão não integra nenhum administrador não executivo.

Controlo interno, gestão de risco e divulgação da informação financeira:

Dada a segmentação de negócios e os diversos espaços geográficos onde está presente, a Soares da Costa está naturalmente exposta a diversos riscos, que a empresa classifica como riscos dos processos dos negócios (operacionais, integridade/fraude interna e externa, riscos de direcção, recursos humanos e financeiros - taxas de câmbio, taxas de juro, liquidez e crédito), de informação operativa, financeira e avaliação estratégica e por fim, riscos do meio (concorrência, meio político, legal e fiscal e regulação e mudanças no sector).

Assim, a Soares da Costa tenta implementar um sistema de gestão de riscos que visa assegurar a eficácia e eficiência das operações de toda a sociedade, a salvaguarda de activos, a fiabilidade da informação financeira e o cumprimento de leis e normas. Através da sua organização interna, todas as áreas de gestão da empresa (desenvolvimento de negócios, direcção de finanças, controlo de gestão, recursos humanos, serviços jurídicos, etc.) são orientadas para identificar e avaliar os riscos que suas decisões envolvem e tentar minimizá-los.

O processo de gestão de risco é da responsabilidade das administrações de cada uma das áreas de negócio, concretizando-se num conjunto de etapas, em tudo similares ao existente no sistema de gestão de riscos da Mota-Engil, e que passo a indicar:

- Identificação
- Mensuração
- Controlo e gestão do risco
- Implementação das medidas de gestão de riscos definidas
- Monitorização e avaliação do processo

Existe ainda uma direcção de análise e controlo de riscos, ao nível da SGPS, que visa coordenar as gestões de risco parcelares de cada área de negócio.

Relativamente à informação financeira, as contas anuais da empresa são objecto de auditoria e certificação legal de contas, estando acessível a todos através do web site da Soares da Costa.

Comunicação de Irregularidades:

A Soares da Costa possui um Código de Ética Empresarial cujo âmbito de aplicação abrange todos os gestores e colaboradores do grupo, devendo constituir preocupação de todos os colaboradores o cumprimento dos procedimentos internos e externos e legislação vigente. Foi amplamente divulgado a todos os colaboradores que no caso de se verificarem irregularidades, a sua comunicação deverá ser endereçada à Comex, que reencaminhará o processo para os Serviços Jurídicos, que, e caso seja necessário, recorrerá ao apoio de outros serviços, propondo as medidas a tomar. A confidencialidade das comunicações é assegurada assim como se procede a uma divulgação estatística geral e anual das comunicações efectuadas bem como o seu desfecho. Se os accionistas pretenderem tomar conhecimento das irregularidades verificadas o Gabinete do Investidor facultará todos os elementos.

Medidas “antitakeover”:

Os estatutos da Soares da Costa não contemplam quaisquer medidas que visem o impedimento de eventuais ofertas públicas de aquisição (OPA).

3.1.4. Somague

Tal como já foi mencionado, a Somague é uma empresa integrante do grupo espanhol Sacyr Vallehermoso, não tendo sido possível encontrar informação acerca do seu governo corporativo. Dos dados que me foram possíveis recolher, nomeadamente através do seu web site, Relatórios e Contas e Relatórios de Sustentabilidade, é possível identificar os seguintes órgãos sociais:

- Assembleia-Geral: Órgão máximo da sociedade.
- Conselho de Administração: composto por nove membros, o Presidente, dois Vice-presidentes e sete vogais – não foi possível aferir se existem vogais não executivos e/ou independentes, nem se a gestão executiva da sociedade foi delegada numa Comex.
- Órgãos de Fiscalização: esta sociedade possui os dois órgãos de fiscalização obrigatórios por lei, o Conselho Fiscal, composto por um Presidente, dois vogais e um suplente, e a SROC.

- Comissões Especializadas: não foi possível identificar se existem, ou não, comissões especializadas.
- Controlo interno, gestão de risco e divulgação da informação financeira: não foi possível aferir a existência dos mecanismos de controlo interno e gestão de risco da Somague. Relativamente à divulgação de informação financeira, o único elemento que podemos referir é que a informação acerca das contas da sociedade está disponível no seu web site.
- Medidas “antitakeover”: impossível aferir a existência, ou não, de medidas preventivas de Operações Públicas de Aquisição.

Contudo, e dado que esta empresa se encontra na esfera de consolidação da **Sacyr Vallehermoso (SyV)**, podemos, resumidamente, analisar governo corporativo da “casa mãe”, tendo por base o seu “Informe Anual de Gobierno Corporativo”.

Assembleia-Geral:

Afigura-se como o órgão soberano do grupo, constituído por todos os accionistas com direito de voto, tendo as suas decisões um carácter vinculativo para todos na sociedade.

As suas competências abrangem matérias como a aprovação do relatório e contas anual da sociedade, a nomeação do ROC, a eleição dos membros do CADM, e o estabelecimento da remuneração global a auferir por este órgão. Estas duas últimas atribuições do CADM são efectuadas sob proposta da “Comisión de Nombramientos e Retribuciones”.

De referir ainda que o direito de voto apenas é conferido a quem possuir, no mínimo, 150 acções.

Conselho de Administração e Comex:

O Conselho de Administração da SyV é composto por quinze membros, dos quais três são administradores executivos, onze são “consejeros dominicales”¹⁵ e um é considerado administrador independente.

¹⁵ “Consejero dominicale” – administrador que representa um accionista com uma participação substancial na sociedade (normalmente superior a 5% do capital, podendo contudo ser nomeado um

Em termos globais, os membros do CADM possuem cerca de 65,20% dos direitos de voto da sociedade.

Compete a este órgão delinear a estratégia da empresa, definir a remuneração individual de cada um dos administradores (tendo em conta o valor global aprovado pela Assembleia-Geral) sob proposta da “Comisión de Nombramientos e Retribuciones”, propor a nomeação do ROC, e nomear os membros do Comité de Auditoria, “Comisión de Nombramientos e Retribuciones” e Comissão Executiva.

A gestão executiva da empresa foi delegada pelo CADM na Comex, composta por nove membros, dois deles executivos (Presidente e Vice-presidente), e sete “consejeros dominicales”. O Presidente do CADM é o também o Presidente da Comex. Todas as decisões tomadas em âmbito de Comex são vinculativas para toda a sociedade, salvo se os assuntos em causa forem determinantes para a empresa, caso em que a matéria deverá ser submetida ao CADM. Não obstante, é dado conhecimento ao CADM de todas as decisões tomadas pela Comex.

Órgãos de Fiscalização:

O grupo SyV possui apenas um órgão de fiscalização nos termos em que estamos habituados, a SROC, a quem compete proceder à revisão e certificação legal de contas.

Para além da SROC, compete ainda à Assembleia-Geral, CADM e Comité de Auditoria proceder à fiscalização da actividade da empresa.

Comissões Especializadas:

Para além da Comissão Executiva, existem ainda duas Comissões Especializadas:

- “Comisión de Nombramientos y Retribuciones”

Esta comissão é composta por quatro membros, o Presidente (administrador independente) e três vogais (“consejeros dominicales”), todos eles designados pelo CADM. Como principais atribuições destacam-se a indicação de administradores a

administrador por uma sociedade que detenha uma participação inferior, devendo contudo ser justificado o porquê desta nomeação.

No caso da SyV existem duas entidades com uma participação inferior a 5% que nomearam um “Consejero dominicale” cada, a CXG Corporation Caixagalicia, dado o seu contributo para o desenvolvimento económico e empresarial do grupo SyV, e o Grupo Satocan, pela sua experiência nas diferentes vertentes que constitui o negócio da construção (construção civil, portos, aeroportos, infra-estruturas rodoviárias, etc.).

serem nomeados e proposta de composição e valor das retribuições a pagar aos órgãos sociais.

- **Comité de Auditoria**

Composta por quatro membros, um Presidente e três vogais, todos eles “consejeros dominicales”, este comité é nomeado pelo CADM, competindo-lhe proceder à auditoria interna da actividade da sociedade ao nível da informação financeira, comprovar o cumprimento das normas internas, códigos de conduta, ética, etc., servir de ponte ao relacionamento entre o CADM e a SROC, propor ao CADM, para submissão à Assembleia-Geral, a nomeação da SROC.

Controlo interno, gestão de risco e divulgação da informação financeira:

O grupo SyV desenvolve as suas actividades em inúmeros países e sectores, estando exposta a riscos de diversas naturezas. A gestão de risco está intimamente associada ao controlo interno efectuado pela sociedade.

O controlo interno e gestão de risco da sociedade são incumbidos aos seguintes órgãos:

- Comité de Auditoria, cujas principais funções já foram descritas.
- CADM: efectua a revisão e aprovação formal da “Política de Controlo e Gestão de Riscos” e delega no Comité de Auditoria a manutenção dos sistemas de controlo com vista a um bom governo corporativo.
- Direcção de Auditoria Interna: sob supervisão do Comité de Auditoria e dependência directa do Presidente do CADM/Comex, tem como principais funções a avaliação sistemática dos processos de identificação, controlo e gestão de riscos, analisar a idoneidade dos controlos e procedimentos existentes, etc.
- Responsáveis do Controlo de Gestão: todas as áreas de negócio contam com os seus responsáveis de controlo de gestão, que seguem a evolução dos objectivos traçados para cada empresa/área de negócio, registando os eventuais desvios.

As contas da sociedade são objecto de revisão por parte da SROC.

Relativamente à disponibilização de informação financeira, toda a informação relevante, nomeadamente relatórios e contas, encontra-se disponível para download no web site da SyV.

Medidas “antitakeover”:

De acordo com informação que consta no “Informe Anual de Gobierno Corporativo” não existem quaisquer medidas instituídas no grupo SyV que visem neutralizar uma eventual OPA.

Enquadramento do governo da SyV face aos modelos existentes:

Face a estrutura de governo adoptado, podemos concluir que o governo da SyV se identifica com o Sistema Monista Latino.

3.1.5. OPWAY

Não foi possível recolher informação acerca do governo corporativo da Opway, tanto mais que não sendo cotada em bolsa, não se torna necessário proceder à elaboração de um relatório sobre o governo da sociedade.

Da pouca informação que me foi possível recolher, nomeadamente através do relatório e contas (muito fraco a nível de informação), foi possível aferir a constituição dos seus órgãos sociais:

- Assembleia-Geral: Órgão máximo da sociedade.
- Conselho de Administração: composto por oito membros, o Presidente e sete vogais.
- Órgãos de Fiscalização: Conselho Fiscal, composto por um Presidente, dois vogais e um suplente, e a SROC.

Ao nível de sistema de governo da sociedade, e dados os órgãos sociais existentes, permite o enquadramento no sistema monista latino.

3.2. Síntese dos modelos de governo adoptadas por cada uma das construtoras

O mapa comparativo constante no Quadro 20 resume a estrutura de governo adoptado por cada uma das sociedades¹⁶:

¹⁶ O ponto 3.1. descreveu, com algum desenvolvimento, a estrutura de governo de cada uma das maiores construtoras nacionais. Dado não ter sido possível obter elementos acerca do governo da Somague e

Quadro 20

Estrutura de governo adoptado pelas Construtoras cotadas

ESTRUTURA DE GOVERNO	
ASSEMBLEIA-GERAL	
MOTA-ENGIL	Órgão máximo da sociedade. Das suas funções destacam-se a nomeação do CADM, a aprovação do relatório de gestão, contas da sociedade, eleição do Conselho Fiscal, SROC e Comissão de Vencimentos. 100 acções = 1 voto.
TEIXEIRA DUARTE	Órgão máximo da sociedade. Compete-lhe a nomeação do CADM, a aprovação do relatório de gestão, contas da sociedade e nomeação do Conselho Fiscal, SROC e comissão de remunerações. 1 acção = 1 voto.
SOARES da COSTA	Órgão máximo da sociedade, responsável pela nomeação do CADM, Conselho Fiscal, SROC e Comissão de Remunerações, aprovação dos relatórios de gestão e contas. 1000 acções = 1 voto.
SACYR VELLEHERMOSO	Órgão máximo da sociedade, responsável aprovação dos relatórios de gestão e contas. Compete-lhe ainda a nomeação do ROC, eleição dos membros do CADM e definir a remuneração global a auferir por este órgão (estas duas últimas atribuições são efectuadas sob proposta da Comisión de Nombramientos e Retribuciones). 150 acções = 1 voto.
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	
MOTA-ENGIL	Composto por 13 membros, dos quais 7 são administradores executivos, 4 não executivos e 2 não executivos independentes. Os administradores executivos compõem a Comex, eleita e cujos poderes foram delegados pelo CADM. Como competências, para além das reservadas por lei, conta-se a definição da estratégia da empresa.
TEIXEIRA DUARTE	Composto por 9 membros, entre os quais se conta o Presidente e o Administrador Delegado (uma espécie de CEO). Apenas possui um administrador não executivo (o Presidente), não existindo qualquer administrador independente. As funções do CADM são fundamentalmente executivas, acumulando as funções de natureza estratégica e de planeamento.
SOARES da COSTA	Composto por 9 membros: 4 executivos, 4 não executivos e 1 não executivo independente. Foi eleita uma Comex, que é composta pelos 4 administradores executivos. Como competências, destacam-se a aprovação da estratégia da sociedade, do Relatório de Gestão bem como contas anuais e semestrais.
SACYR VELLEHERMOSO	Composto por 15 membros, dos quais 3 são administradores executivos, 11 são “consejeros dominicales” e 1 é considerado administrador independente. Compete-lhe delinear a estratégia da empresa, definir a remuneração individual de cada um dos administradores (tendo em conta o valor global aprovado pela AG), propor a nomeação do ROC, e nomear os membros do Comité de Auditoria, “Comisión de Nombramientos e Retribuciones” e Comissão Executiva. A gestão executiva da empresa foi delegada pelo CADM na Comex, composta 9 membros, 2 deles executivos (Presidente e Vice-presidente), e 7 “consejeros dominicales”. O Presidente do CADM é o também o Presidente da Comex.

OPWAY, estas empresas não foram incluídas no mapa comparativo representado pelo Quadro 20. Contudo, no caso da Somague, dispomos de informação sobre o governo da “casa-mãe”, o grupo espanhol SyV, pelo que se opta por incluir no referido quadro informação acerca do governo da SyV, apesar no normativo legal que lhe é aplicável ser o espanhol e não o português.

COMISSÃO EXECUTIVA	
MOTA-ENGIL	Compete a este órgão a gestão executiva dos negócios do grupo, nomeadamente o cumprimento das directivas estratégicas emanadas pelo CADM. Mantêm-se na esfera do CADM todas as decisões referentes à definição da estratégia da empresa, bem como políticas gerais da sociedade e estrutura empresarial do grupo.
TEIXEIRA DUARTE	A Teixeira Duarte optou por não delegar poderes numa Comex. Tal deve-se ao facto do CADM ser quase exclusivamente composto por membros executivos, pelo que a empresa entende que tal se traduz numa eficácia de operacionalidade e proximidade das matérias que lhes compete, tornando-se redundante e contraproducentes quaisquer delegações numa Comex.
SOARES da COSTA	Foi delegada pelo CADM neste órgão a gestão executiva dos negócios do grupo, nomeadamente o cumprimento das directivas estratégicas emanadas pelo CADM. A Comex deve ainda dar conhecimento ao CADM de todos os assuntos relevantes para os negócios da sociedade.
SACYR VELLEHERMOSO	A gestão executiva da empresa foi delegada pelo CADM na Comex. Todas as decisões tomadas em âmbito de Comex são vinculativas para toda a sociedade, salvo se os assuntos em causa forem determinantes para a empresa, caso em que a matéria deverá ser submetida ao CADM
ÓRGÃOS DE FISCALIZAÇÃO	
MOTA-ENGIL	Constituem órgãos de fiscalização da empresa o Conselho Fiscal e a SROC. Compete ao Conselho Fiscal o acompanhamento e fiscalização da actividade do grupo e à SROC a revisão e certificação legal da informação financeira. Não compete à SROC o exercício das funções de Auditor Externo, sendo este último cargo desempenhado por uma entidade totalmente independente do grupo e da SROC.
TEIXEIRA DUARTE	Os órgãos de fiscalização são compostos pelo Conselho Fiscal e SROC. Ao Conselho Fiscal estão cometidas as funções de acompanhamento e fiscalização da actividade da empresa, e à SROC compete-lhe proceder à revisão e certificação legal de contas, bem como exercer as funções de Auditor Externo (SROC = Auditor Externo).
SOARES da COSTA	A fiscalização dos negócios da Soares da Costa é exercida por um Conselho Fiscal e (SROC). Ao primeiro cabe a função de proceder ao acompanhamento e fiscalização da gestão da Sociedade, e à SROC proceder à revisão e certificação legal de contas. Para além destes 2 órgãos de fiscalização, a sociedade possui ainda um auditor externo, independente face à Sociedade, e sem qualquer relação com a SROC.
SACYR VELLEHERMOSO	O grupo SyV possui apenas um órgão de fiscalização nos termos em que estamos habituados, a SROC, a quem compete proceder à revisão e certificação legal de contas. Para além da SROC, compete ainda à Assembleia-Geral, CADM e Comité de Auditoria proceder à fiscalização da actividade da empresa.
COMISSÕES ESPECIALIZADAS	
MOTA-ENGIL	Possui 3 comissões especializadas: Vencimentos; Investimento, Auditoria e Risco; Desenvolvimento de Recursos Humanos. A Mota-Engil não possui uma comissão para reflectir sobre o sistema de governo adoptado, proceder à sua avaliação e propor aos órgãos sociais competentes medidas correctivas. Estas funções são desempenhadas pelo CADM, sendo a sua aprovação efectuada em Assembleia-Geral.

TEIXEIRA DUARTE	A única comissão especializada existente na Teixeira Duarte é a Comissão de Remunerações. A empresa optou por não delegar quaisquer outras competências em comissões especializadas pois entende que a colaboração entre todas as estruturas do grupo é o meio mais eficaz para se alcançarem os objectivos assumidos como colectivos. Relativamente ao governo da sociedade, esta empresa considera não ser necessária uma comissão específica que verse sobre esta temática, pois os “poderes” de reflexão sobre o sistema de governo adoptado, a verificação da sua eficácia e eventuais medidas correctivas encontram-se na esfera de atribuições de cada um dos Órgãos Sociais.
SOARES da COSTA	A Soares da Costa possui 2 comissões especializadas, a Comissão de Remunerações e a Comissão de Governo da Sociedade.
SACYR VELLEHERMOSO	A SyV possui 2 comissões especializadas, a “Comisión de Nombramientos y Retribuciones” e o Comité de Auditoria. Não possui uma comissão de governo da sociedade.
CONTROLO INTERNO, GESTÃO DE RISCO e INFORMAÇÃO FINANCEIRA	
MOTA-ENGIL	A gestão do risco cabe a cada uma das administrações das áreas de negócio do grupo. Novos negócios ou investimentos são analisados pelas diversas áreas corporativas, sendo objecto de um parecer prévio da Comissão de Investimento, Auditoria e Risco antes de serem submetidas à aprovação do CADM. Existe um Gabinete de Apoio ao Investidor para fazer a ponte entre a empresa e o mercado. As contas da empresa são objecto de auditoria externa (entidade independente), tal como as contas de todas as empresas do grupo com um peso significativo no volume de negócios. Para além desta auditoria externa, as contas são também avalizadas pela SROC.
TEIXEIRA DUARTE	O sistema de controlo interno e gestão de risco da Teixeira Duarte baseia-se fundamentalmente na promoção e autonomia dos colaboradores da empresa na direcção e acompanhamento dos diversos negócios. Apesar de não serem comissões, é de realçar o papel do Departamento de Auditoria e Departamento de Consolidação de Contas e Análise de Empresas do Grupo no processo de controlo interno, gestão de risco e divulgação da informação financeira. A informação financeira é alvo de auditoria e revisão da SROC.
SOARES da COSTA	O processo de gestão de risco é da responsabilidade das administrações de cada uma das áreas de negócio, concretizando-se num conjunto de etapas, em tudo similares ao existente no sistema de gestão de riscos da Mota-Engil. Relativamente à informação financeira, as contas anuais da empresa são objecto de auditoria e certificação legal de contas.
SACYR VELLEHERMOSO	A gestão de risco está intimamente associada ao controlo interno efectuado pela sociedade. O controlo interno e gestão de risco da sociedade são incumbidos ao Comité de Auditoria, CADM, Direcção de Auditoria Interna e responsáveis do controlo de gestão. As contas da sociedade são objecto de revisão por parte da SROC.
MEDIDAS ANTITAKEOVER	
MOTA-ENGIL	De acordo com os estatutos de todas as empresas, não existem quaisquer medidas que visem o impedimento de eventuais ofertas públicas de aquisição (OPA).
TEIXEIRA DUARTE	
SOARES da COSTA	
SACYR VELLEHERMOSO	
SISTEMA DE GOVERNO DA SOCIEDADE	
MOTA-ENGIL	O modelo de governo societário adoptado por todas as empresas enquadra-se no Sistema Monista Latino .
TEIXEIRA DUARTE	
SOARES da COSTA	
SACYR VELLEHERMOSO	

3.3. O cumprimento das recomendações da CMVM por parte das construtoras cotadas em bolsa

De acordo com o abordado na primeira parte desta dissertação, as empresas cotadas em bolsa devem obrigatoriamente obedecer a um código de boas práticas, no caso das empresas em causa, Mota-Engil, Teixeira Duarte e Soares da Costa (Somague e OPWAY não são cotadas), todas elas obedecem ao código da CMVM.

Assim, importa efectuar uma análise comparativa acerca do cumprimento, ou não, das recomendações emanadas por aquela comissão de mercado:

Quadro 21

Cumprimento das recomendações da CMVM por parte das construtoras cotadas¹⁷, de acordo com o modelo constante do Anexo ao Regulamento n.º 1/2007 da CMVM :

(Dados de 2008)

RECOMENDAÇÃO	ADOPÇÃO		
	MOTA-ENGIL	TEIXEIRA DUARTE	SOARES DA COSTA
I. ASSEMBLEIA-GERAL			
I.1 MESA DA ASSEMBLEIA-GERAL			
I.1.1 O presidente da mesa da Assembleia-Geral deve dispor de recursos humanos e logísticos de apoio que sejam adequados às suas necessidades, considerada a situação económica da sociedade.	SIM	SIM	SIM
I.1.2 A remuneração do presidente da mesa da Assembleia-Geral deve ser divulgada no relatório anual sobre o governo da sociedade.	SIM	SIM	SIM
I.2 PARTICIPAÇÃO NA ASSEMBLEIA			
I.2.1 A antecedência do depósito ou bloqueio das acções para a participação em Assembleia-Geral imposta pelos estatutos não deve ser superior a 5 dias úteis.	SIM	SIM	SIM
I.2.2 Em caso de suspensão da reunião da Assembleia-Geral, a sociedade não deve obrigar ao bloqueio durante todo o período até que a sessão seja retomada, devendo bastar-se com a antecedência ordinária exigida na primeira sessão.	SIM	SIM	SIM
I.3 VOTO E EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO			
I.3.1 As sociedades não devem prever qualquer restrição estatutária do voto por correspondência.	NÃO	SIM	SIM
I.3.2 O prazo estatutário de antecedência para a recepção da declaração de voto emitida por correspondência não deve ser superior a 3 dias úteis.	SIM	SIM	SIM

¹⁷ Dado não ter sido possível obter dados acerca do governo da Somague e OPWAY, o Quadro 21 refere-se apenas às empresas cotadas (Mota-Engil, Teixeira Duarte e Soares da Costa).

I.3.3 As sociedades devem prever, nos seus estatutos, que corresponda um voto a cada acção.	NÃO	SIM	NÃO
I.4 QUÓRUM E DELIBERAÇÕES			
I.4.1 As sociedades não devem fixar um quórum constitutivo ou deliberativo superior ao previsto por lei.	NÃO	NÃO	NÃO
I.5 ACTAS E INFORMAÇÃO SOBRE DELIBERAÇÕES ADOPTADAS			
I.5.1 As actas das reuniões da Assembleia-Geral devem ser disponibilizadas aos accionistas no sítio Internet da sociedade no prazo de 5 dias, ainda que não constituam informação privilegiada, nos termos legais, e deve ser mantido neste sítio um acervo histórico das listas de presença, das ordens de trabalhos e das deliberações tomadas relativas às reuniões realizadas, pelo menos, nos 3 anos antecedentes.	SIM	NÃO	SIM
I.6 MEDIDAS RELATIVAS AO CONTROLO DAS SOCIEDADES			
I.6.1 As medidas que sejam adoptadas com vista a impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição devem respeitar os interesses da sociedade e dos seus accionistas.	SIM	SIM	SIM
I.6.2 Os estatutos das sociedades que, respeitando o princípio da alínea anterior, prevejam a limitação do número de votos que podem ser detidos ou exercidos por um único accionista, de forma individual ou em concertação com outros accionistas, devem prever igualmente que seja consignado que, pelo menos de cinco em cinco anos será sujeita a deliberação pela Assembleia-Geral a manutenção, ou não, dessa disposição estatutária - sem requisitos de quórum agravado relativamente ao legal - e que nessa deliberação se contam todos os votos emitidos sem que aquela limitação funcione.	NÃO APLICÁVEL	SIM	SIM
I.6.3 Não devem ser adoptadas medidas defensivas que tenham por efeito provocar automaticamente uma erosão grave no património da sociedade, em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração, prejudicando dessa forma a livre transmissibilidade das acções e a livre apreciação pelos accionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração.	SIM	SIM	SIM
II. ÓRGÃOS DE ADMINISTRAÇÃO E FISCALIZAÇÃO			
II.1.1 TEMAS GERAIS – ESTRUTURA E COMPETÊNCIA			
II.1.1.1 O órgão de administração deve avaliar no seu relatório de governo o modelo adoptado, identificando eventuais constrangimentos ao seu funcionamento e propondo medidas de actuação que, no seu juízo, sejam idóneas para os superar.	SIM	SIM	SIM
II.1.1.2 As sociedades devem criar sistemas internos de controlo, para a detecção eficaz de riscos ligados à actividade da empresa, em salvaguarda do seu património e em benefício do seu governo societário.	SIM	SIM	SIM
II.1.1.3 Os órgãos de administração e fiscalização devem ter regulamentos de funcionamento os quais devem ser divulgados no sítio da Internet da sociedade.	NÃO	NÃO	SIM

II.1.2 TEMAS GERAIS – INCOMPATIBILIDADES E INDEPENDÊNCIA			
II.1.2.1 O conselho de administração deve incluir um número de membros não executivos que garanta efectiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da actividade dos membros executivos.	SIM	NÃO	SIM
II.1.2.2 De entre os administradores não executivos deve contar-se um número adequado de administradores independentes, tendo em conta a dimensão da sociedade e a sua estrutura accionista, que não pode em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores.	NÃO	NÃO	NÃO
II.1.3 TEMAS GERAIS - ELEGIBILIDADE E NOMEAÇÃO			
II.1.3.1 Consoante o modelo aplicável, o presidente do conselho fiscal, da comissão de auditoria ou da comissão para as matérias financeiras deve ser independente e possuir as competências adequadas ao exercício das respectivas funções.	SIM	SIM	SIM
II.1.4 TEMAS GERAIS – POLÍTICA DE COMUNICAÇÃO DE IRREGULARIDADES			
II.1.4.1 A sociedade deve adoptar uma política de comunicação de irregularidades alegadamente ocorridas no seu seio, com os seguintes elementos: i) indicação dos meios através dos quais as comunicações de práticas irregulares podem ser feitas internamente, incluindo as pessoas com legitimidade para receber comunicações; ii) indicação do tratamento a ser dado às comunicações, incluindo tratamento confidencial, caso assim seja pretendido pelo declarante.	SIM	SIM	SIM
II.1.4.2 As linhas gerais desta política devem ser divulgadas no relatório sobre governo das sociedades.	SIM	SIM	SIM
II.1.5 TEMAS GERAIS – REMUNERAÇÃO			
II.1.5.1 A remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estruturada de forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses da sociedade. Neste contexto: i) a remuneração dos administradores que exerçam executivas deve integrar uma componente baseada no desempenho, devendo tomar por isso em consideração a avaliação de desempenho realizada periodicamente pelo órgão ou comissão competentes; ii) a componente variável deve ser consistente com a maximização do desempenho de longo prazo da empresa e dependente da sustentabilidade das variáveis de desempenho adoptadas; iii) quando tal não resulte directamente da imposição legal, a remuneração dos membros não executivos do órgão de administração deve ser exclusivamente constituída por uma quantia fixa.	NÃO	NÃO	SIM

II.1.5.2 A comissão de remunerações e o órgão de administração devem submeter à apreciação pela Assembleia-Geral anual de accionistas de uma declaração sobre a política de remunerações, respectivamente, dos órgãos de administração e fiscalização e dos demais dirigentes na acepção do n.º 3 do artigo 248.º-B do Código dos Valores Mobiliários. Neste contexto, devem, nomeadamente, ser explicitados aos accionistas os critérios e os principais parâmetros propostos para a avaliação do desempenho para determinação da componente variável, quer se trate de prémios em acções, opções de aquisição de acções, bónus anuais ou de outras componentes.	NÃO	NÃO	SIM
II.1.5.3 Pelo menos um representante da comissão de remunerações deve estar presente nas Assembleias-Gerais anuais de accionistas.	SIM	SIM	SIM
II.1.5.4 Deve ser submetida à Assembleia-Geral a proposta relativa à aprovação de planos de atribuições de acções, e/ou de opções de aquisição de acções ou com base nas variações do preço das acções, a membros dos órgãos de administração, fiscalização e demais dirigentes, na acepção do n.º 3 do artigo 248.º-B do Código dos Valores Mobiliários. A proposta deve conter todos os elementos necessários para uma avaliação correcta do plano. A proposta deve ser acompanhada do regulamento do plano ou, caso o mesmo ainda não tenha sido elaborado, das condições gerais a que o mesmo deve obedecer. Da mesma forma devem ser aprovadas em Assembleia-Geral as principais características do sistema de benefícios de reforma de que beneficiem os membros dos órgãos de administração, fiscalização e demais dirigentes, na acepção do n.º 3 do artigo 248.º-B do Código dos Valores Mobiliários.	NÃO APLICÁVEL	NÃO APLICÁVEL	NÃO APLICÁVEL
II.1.5.5 A remuneração dos membros dos órgãos de administração e fiscalização deve ser objecto de divulgação anual em termos individuais, distinguindo-se, sempre que for caso disso, as diferentes componentes recebidas em termos de remuneração fixa e de remuneração variável, bem como a remuneração recebida em outras empresas do grupo ou em empresas controladas por accionistas titulares de participações qualificadas.	NÃO	NÃO	NÃO
II.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO			
II.2.1 Dentro dos limites estabelecidos por lei para cada estrutura de administração e fiscalização, e salvo por força da reduzida dimensão da sociedade, o Conselho de Administração deve delegar a administração quotidiana da sociedade, devendo as competências delegadas ser identificadas no relatório anual sobre o governo da sociedade.	SIM	NÃO	SIM

II.2.2 O Conselho de Administração deve assegurar que a sociedade actua de forma consentânea com os seus objectivos, não devendo delegar a sua competência, designadamente, no que respeita a: i) definir a estratégia e as políticas gerais da sociedade; ii) definir a estrutura empresarial do grupo; iii) decisões que devam ser consideradas estratégicas devido ao seu montante, risco ou às suas características especiais.	SIM	SIM	SIM
II.2.3 Caso o presidente do Conselho de Administração exerça funções executivas, o Conselho de Administração deve encontrar mecanismos eficientes de coordenação dos trabalhos dos membros não executivos, que designadamente assegurem que estes possam decidir de forma independente e informada, e deve proceder-se à devida explicitação desses mecanismos aos accionistas no âmbito do relatório sobre o governo da sociedade.	NÃO APLICÁVEL	NÃO APLICÁVEL	NÃO APLICÁVEL
II.2.4 O relatório anual de gestão deve incluir uma descrição sobre a actividade desenvolvida pelos administradores não executivos, referindo, nomeadamente, eventuais constrangimentos deparados.	SIM	SIM	SIM
II.2.5 O órgão de administração deve promover uma rotação do membro com o pelouro financeiro, pelo menos no fim de cada dois mandatos.	NÃO	NÃO	NÃO
II.3 ADMINISTRADOR DELEGADO, COMISSÃO EXECUTIVA E CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO EXECUTIVO			
II.3.1 Os administradores que exerçam funções executivas, quando solicitados por outros membros dos órgãos sociais, devem prestar, em tempo útil e de forma adequada ao pedido, as informações por aqueles requeridas.	SIM	SIM	SIM
II.3.2 O presidente da Comissão Executiva deve remeter, respectivamente, ao presidente do Conselho de Administração e, conforme aplicável, ao presidente do Conselho Fiscal ou da comissão de auditoria, as convocatórias e as actas das respectivas reuniões.	SIM	NÃO APLICÁVEL	SIM
II.3.3 O presidente do Conselho de Administração Executivo deve remeter ao presidente do Conselho Geral e de Supervisão e ao presidente da comissão para as matérias financeiras, as convocatórias e as actas das respectivas reuniões.	NÃO APLICÁVEL	NÃO APLICÁVEL	NÃO APLICÁVEL
II.4 CONSELHO GERAL E DE SUPERVISÃO, COMISSÃO PARA AS MATÉRIAS FINANCEIRAS, COMISSÃO DE AUDITORIA E CONSELHO FISCAL			
II.4.1 O Conselho Geral e de Supervisão, além do cumprimento das competências de fiscalização que lhe estão cometidas, deve desempenhar um papel de aconselhamento, acompanhamento e avaliação contínua da gestão da sociedade por parte do Conselho de Administração executivo. Entre as matérias sobre as quais o Conselho Geral e de Supervisão deve pronunciar-se incluem-se: i) o definir a estratégia e as políticas de gerais da sociedade; ii) a estrutura empresarial do grupo; e iii) decisões que devam ser consideradas estratégicas	NÃO APLICÁVEL	NÃO APLICÁVEL	NÃO APLICÁVEL

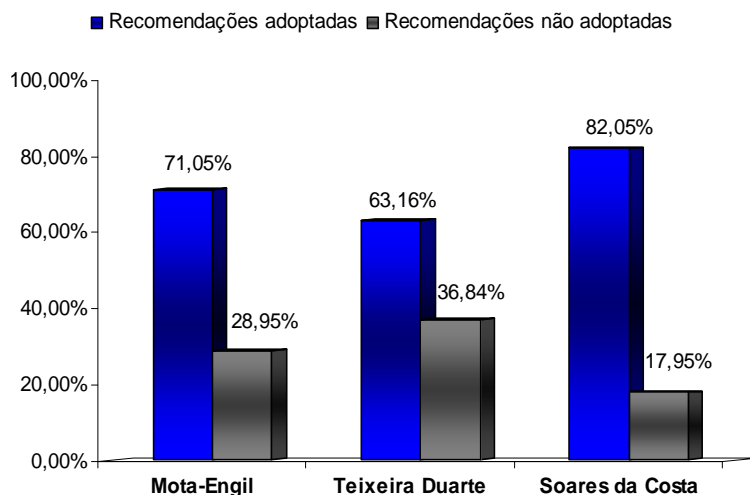
devido ao seu montante, risco ou às suas características especiais.			
II.4.2 Os relatórios anuais sobre a actividade desenvolvida pelo Conselho Geral e de Supervisão, a comissão para as matérias financeiras, a comissão de auditoria e o Conselho Fiscal devem ser objecto de divulgação no sítio da Internet da sociedade, em conjunto com os documentos de prestação de contas.	SIM	SIM	SIM
II.4.3 Os relatórios anuais sobre a actividade desenvolvida pelo Conselho Geral e de Supervisão, a comissão para as matérias financeiras, a comissão de auditoria e o Conselho Fiscal devem incluir a descrição sobre a actividade de fiscalização desenvolvida referindo, nomeadamente, eventuais constrangimentos deparados.	SIM	SIM	SIM
II.4.4 A comissão para as matérias financeiras, a comissão de auditoria e o Conselho Fiscal, consoante o modelo aplicável, devem representar a sociedade, para todos os efeitos, junto do auditor externo, competindo-lhe, designadamente, propor a prestação destes serviços, a respectiva remuneração, zelar para que sejam asseguradas, dentro da empresa, as condições adequadas à prestação dos serviços, bem assim como ser o interlocutor da empresa e o primeiro destinatário dos respectivos relatórios.	SIM	NÃO	NÃO
II.4.5 A comissão para as matérias financeiras, a comissão de auditoria e o Conselho Fiscal, consoante o modelo aplicável, devem anualmente avaliar o auditor externo e propor à Assembleia-Geral a sua destituição sempre que se verifique justa causa para o efeito.	SIM	NÃO	SIM
II.5 COMISSÕES ESPECIALIZADAS			
II.5.1 Salvo por força da reduzida dimensão da sociedade, o Conselho de Administração e o Conselho Geral e de Supervisão, consoante o modelo adoptado, devem criar as comissões que se mostrem necessárias para: i) assegurar uma competente e independente avaliação do desempenho dos administradores executivos e para a avaliação do seu próprio desempenho pessoal, bem assim como das diversas comissões existentes; ii) reflectir sobre o sistema de governo adoptado, verificar a sua eficácia e propor aos órgãos competentes as medidas a executar tendo em vista a sua melhoria.	NÃO	NÃO	SIM
II.5.2 Os membros da comissão de remunerações ou equivalente devem ser independentes relativamente aos membros do órgão de administração.	NÃO	NÃO	NÃO
II.5.3 Todas as comissões devem elaborar actas das reuniões que realizem.	SIM	SIM	SIM

III. INFORMAÇÃO E AUDITORIA			
III.1 DEVERES GERAIS DE INFORMAÇÃO			
III.1.2 As sociedades devem assegurar a existência de um permanente com o mercado, respeitando o princípio da igualdade dos accionistas e prevenindo as assimetrias no acesso à informação por parte dos investidores. Para tal deve a sociedade manter um gabinete de apoio ao investidor.	SIM	SIM	SIM
III.1.3 A seguinte informação disponível no sítio da Internet da sociedade deve ser divulgada em inglês: a) A firma, a qualidade de sociedade aberta, a sede e os demais elementos mencionados no artigo 171.º do Código das Sociedade Comerciais; b) Estatutos; c) Identidade dos titulares dos órgãos sociais e do representante para as relações com o mercado; d) Gabinete de apoio ao investidor; e) Documentos de prestação de contas; f) Calendário semestral de eventos societários; g) Propostas apresentadas para discussão e votação em Assembleia-Geral; h) Convocatórias para a realização da Assembleia-Geral.	SIM	SIM	SIM

O Quadro (gráfico) 22 demonstra a percentagem de recomendações que é cumprida por cada uma das sociedades.¹⁸

Quadro (gráfico) 22

Recomendações adoptadas e não adoptadas pelas construtoras cotadas (em percentagem)



Da análise do Quadro 22, é de registar uma elevada percentagem de cumprimento das recomendações da CMVM por parte da Soares da Costa, e um baixo cumprimento

¹⁸ Para elaboração do Quadro 22, não foram consideradas as recomendações “não aplicáveis” a cada uma das sociedades. Apenas foram usados os dados relativos a recomendações adoptadas e não adoptadas.

por parte da Teixeira Duarte, sendo que a Mota-Engil regista um cumprimento das recomendações ligeiramente superior a dois terços.

Relativamente ao cumprimento/incumprimento das recomendações, e tendo por base o Quadro 21 notar que:

- Apenas a Teixeira Duarte cumpre a recomendação I.3.3, em que a cada acção corresponde um voto.
- Nenhuma das empresas cumpre a recomendação II.1.2.2 relativa ao número de administradores independentes que devem fazer parte do conselho de administração. De salientar ainda que a Teixeira Duarte apenas possui um administrador não executivo (e que não é independente), violando assim a recomendação II 1.2.1, que versa sobre a existência de um número de administradores não executivos que garanta uma efectiva supervisão, fiscalização e avaliação dos membros executivos.
- Somente a Soares da Costa cumpre a recomendação II.1.5.1, relativa à estrutura da remuneração dos órgãos de administração como instrumento de alinhamento dos interesses dos administradores com os interesses dos accionistas, bem como a recomendação II 1.5.2, que se refere à exposição aos accionistas de uma declaração sobre a política de remunerações dos órgãos de administração e fiscalização.
- A recomendação II 1.5.5, que se refere à divulgação, em termos individuais, da remuneração dos membros do CADM e Conselho Fiscal, não é cumprida por nenhuma das sociedades, tendo todas elas optado por divulgar apenas os montantes globais pagos a estas entidades.
- A Teixeira Duarte optou por não delegar a gestão executiva da sociedade (por exemplo numa Comex), contrariando assim o disposto na recomendação II.2.1
- Nenhuma das sociedades promove a rotação, pelo menos no final de cada dois mandatos, do administrador com o pelouro financeiro, não cumprindo a recomendação II.2.5.
- A constituição de uma comissão cujo objectivo seja a reflexão e análise crítica acerca do sistema de governo prosseguido pelas sociedades, de acordo com o preconizado pela recomendação II.5.1, apenas se verifica na Soares da Costa.
- Em nenhuma das sociedades a comissão de remunerações é constituída exclusivamente por membros independentes face ao CADM, incorrendo consequentemente no incumprimento do disposto na recomendação II.5.2.

- Todas as sociedades cumprem, na generalidade das recomendações não adoptadas, o princípio *comply or explain*.

3.4. Sugestões para melhoria do governo das construtoras cotadas

Tendo por base a análise efectuada ao governo das construtoras até ao presente ponto, estamos em condições de efectuar algumas sugestões de melhoria, nomeadamente no que concerne a:

- Exercício de voto: de modo a facilitar o acesso ao voto a todos os accionistas que assim o pretendam fazer, seria benéfico se a Mota-Engil e a Soares da Costa adoptassem o critério uma acção, um voto. No caso da Soares da Costa esta decisão encontra-se já em fase de avaliação, conforme já abordado anteriormente.
- Composição do CADM: A Teixeira Duarte possuía em 31 de Dezembro de 2008 apenas um administrador executivo, administrador este que cessou as suas funções durante 2009, não tendo a sociedade procedido à sua substituição.

Por uma questão de transmissão de confiança e maior transparência ao mercado, e considerando ainda que o CADM da Teixeira Duarte é actualmente composto exclusivamente por membros executivos, seria benéfica a delegação da gestão executiva da empresa numa Comex, passado o CADM a funcionar, maioritariamente, com membros não executivos, preferencialmente cumprindo a recomendação da CMVM acerca do número mínimo de administradores independentes, já que nenhuma das sociedades apresenta o número mínimo de administradores independentes (no mínimo um quarto do número total de administradores) recomendado pela CMVM. Esta última parte da recomendação estende-se à Mota-Engil e Soares da Costa.

- Remuneração dos órgãos sociais: Embora não seja uma recomendação bem aceite pelas empresas, daí o seu não cumprimento, por razões relacionadas com a tentativa de obtenção de uma superior percepção do alinhamento dos interesses dos órgãos sociais com os interesses dos accionistas, seria muito positivo que estas sociedades procedessem a uma divulgação, em termos individuais, das remunerações auferidas, distinguindo perfeitamente a componente fixa da variável e explicando o porquê de eventuais distinções salariais entre os membros dos órgãos sociais. Obviamente que o cumprimento desta recomendação é muito complicado, pois pode levar a conflitos

internos em cada uma das empresas, nomeadamente no que diz respeito ao relacionamento com os colaboradores do topo (Directores, Responsáveis de Produção, etc.). As empresas geralmente consideram que a divulgação da remuneração em termos agregados se adequa à natureza colegial e solidária do Conselho de Administração, pelo que a divulgação em termos individuais não constituiria uma mais valia para o mercado.¹⁹

- Administrador Financeiro: Nenhuma das três empresas em estudo cumpre a recomendação de rotatividade, pelo menos ao fim de dois mandatos, do administrador responsável pelo pelouro financeiro. No plano teórico esta rotação seria deveras importante para reforço da credibilidade da empresa, nomeadamente no que toca à fiabilidade da informação financeira prestada e controlo interno. Na prática, o conhecimento adquirido ao longo do tempo por este responsável e a credibilidade ganha perante entidades como bancos, seguros e parceiros de negócio, são factores que contrabalançam as vantagens da rotação do cargo. Todas as empresas alegam que esta recomendação não cumpre os melhores interesses da cada uma, contra-argumentando que os mecanismos internos de controlo, nomeadamente através do Conselho Fiscal, asseguram uma eficaz fiscalização não sendo pois vantajosa a substituição do administrador financeiro.

- Comissões especializadas: Somente a Soares da Costa possui uma comissão cujo objectivo é a reflexão acerca do sistema de governo implementado na empresa. Dado que o sistema de governo implementado influencia directamente toda a actividade da empresa, com reflexos na performance obtida, seria de todo desejável que a Mota-Engil e Teixeira Duarte criassem uma comissão para a prossecução de um governo mais eficaz, sugerindo ainda a elaboração de relatórios periódicos, com a análise do sistema implementado na empresa, bem como dos modelos de governo implementados em empresas concorrentes, nacionais e estrangeiras, de modo a habilitar o CADM da maior informação possível, procurando assim atingir uma maior eficiência na gestão da sociedade.

¹⁹ Este entendimento por parte das empresas contrasta com a prática verificada no resto da Europa. De acordo com um estudo efectuado pelo Deutsche Bank (2005), a divulgação em termos individuais da remuneração dos administradores é prática, em termos médios, em 58% das sociedades.
Fonte: Livro Branco Sobre Corporate Governance em Portugal (2006).

Seria ainda interessante a criação de uma comissão de investimento, auditoria e risco, sob dependência do CADM, e constituído não só por administradores mas também por directores das principais áreas de negócio, controlo de gestão e um membro do conselho geral. Esta comissão existe, em termos similares, na Mota-Engil, possibilitando uma análise mais independente dos investimentos efectuados, ainda mais tratando-se de empresas de construção, cujo crescimento futuro será fundamentalmente alavancado pela internacionalização e diversificação, bem como uma maior fiabilidade e transparência na informação prestada.

- SROC e Auditores Externos: Na Mota-Engil e na Soares da Costa a empresa contratada para efectuar a revisão e certificação legal de contas (SROC) é totalmente independente do auditor externo e Conselho Fiscal, no caso da Teixeira Duarte estes serviços são prestados pela mesma entidade. Por uma questão de independência e maior percepção de fiabilidade da informação financeira por parte do mercado, é de todo recomendável que o exercício das funções de SROC e auditor externo seja desempenhado por empresas distintas e independentes uma da outra, bem como independentes face à sociedade.

3.5. Remuneração da administração vs remuneração dos accionistas vs performance da empresa

3.5.1. Enquadramento teórico:

Remuneração dos gestores:

A separação entre a posse e o controlo da empresa pode levar a que os gestores actuem de forma contrária aos interesses dos accionistas – problema da agência.

Teoricamente, uma forte relação entre a compensação dos gestores e a performance da empresa permite um melhor alinhamento dos interesses dos gestores com os interesses dos accionistas, e consequentemente uma melhor performance da empresa. A remuneração dos gestores é normalmente composta por uma quantia monetária, acções, “stock options” e “fringe benefits” (bens ou serviços para uso pessoal).

O gestor é guiado por incentivos explícitos e implícitos, a sua preocupação com a performance da empresa não advém apenas dos benefícios/compensação que daí retira mas também porque a performance afecta futuras oportunidades de carreira. Gibbons e Murphy (1992) analisam ambos os tipos de incentivos, sugerindo que os incentivos explícitos devem aumentar com a idade e experiência, e que quanto mais tempo o gestor está no cargo, mais baixos são os seus incentivos implícitos.

A análise empírica da relação entre compensação e performance é já efectuada à algum tempo e por diversos autores, tendo Murphy (1985), Rosen (1992) e Gregg e Machin (1995) concluído que existe uma fraca relação entre compensação e performance, e uma forte relação entre a compensação e a dimensão da empresa.

Relativamente à compensação de natureza variável, nomeadamente “stock options”, encontra-se subjacente a preocupação que embora aquele mecanismo de remuneração incentive o gestor a procurar o aumento do valor das acções, constitua um caminho para o enriquecimento do gestor e expropriação dos accionistas. Alguns autores, como por exemplo Minow (2000), vêem os elevados pacotes remuneratórios (com uma forte composição de “stock options”) como um indício de um fraco governo da sociedade.

A questão dos incentivos/remunerações dos gestores foi já abordada na Parte I, capítulo 3.1.2, da presente dissertação.

De referir ainda que muita da literatura acerca da problemática da teoria da agência e remuneração dos gestores assume, irrealisticamente, que os resultados das empresas e as cotações das acções não são manipuláveis²⁰.

Remuneração dos accionistas:

A remuneração dos accionistas traduz-se no valor do dividendo atribuído por acção.

A existência de uma política de dividendos pode ser considerada como uma orientação de longo prazo para a remuneração anual dos accionistas.

A literatura evidencia uma relação entre o governo das sociedades e a política de distribuição de dividendos:

²⁰ Esta é uma fraqueza da teoria económica que ficou demonstrada em escândalos como os da Enron e Worldcom.

- Easterbrook (1984) argumenta que os dividendos desempenham um papel central no controlo dos problemas de agência já que irão propiciar a monitorização da actividade e performance da empresa por parte do mercado de capitais, pois quanto mais elevados forem os dividendos pagos, maior é a percepção que a empresa querará vender mais acções no mercado de capitais, o que conduz a um maior controlo por parte dos bancos de investimento, comissões de mercado e fornecedores de capital.
- Jensen (1986) e Shleifer e Vishny (2000) concluem que os dividendos constituem um mecanismo de minimização dos custos de agência pois distribuem “cash flows” que de outro modo seriam aplicados pelos gestores em projectos não rentáveis.
- Shleifer e Vishny (1997) e Gugler (2003) defendem que o dividendo pode sinalizar conflitos entre grandes accionistas e accionistas minoritários.
- Fluck (1998) e Myers (2000), na formulação dos seus modelos de comportamento dos dividendos, concluem que os gestores por vezes pagam dividendos como forma de evitar acções disciplinadoras por parte dos accionistas.

3.5.2. O caso das construtoras portuguesas cotadas²¹:

Pretende-se neste ponto efectuar uma análise, por empresa, à remuneração dos administradores das construtoras cotadas, efectuando a relação com a performance da empresa e dividendo por acção liquidado aos accionistas.

Mota-Engil:

A definição da política de remunerações do Conselho de Administração da Mota-Engil é da responsabilidade da Comissão de Remunerações (nomeada pela Assembleia-Geral), a quem compete definir uma política de remunerações que promova, numa perspectiva de médio e longo prazo, o alinhamento dos interesses dos administradores com os interesses dos accionistas. A política actualmente em vigor assenta fundamentalmente numa base fixa, com uma componente variável em função dos resultados da actividade desenvolvida e da situação económica e financeira da sociedade. Os administradores executivos recebem uma componente fixa, definida em

²¹ Dado não possuir elementos da Somague e OPWAY, a análise deste ponto cinge-se às construtoras cotadas em bolsa (Mota-Engil, Teixeira Duarte e Soares da Costa).

função dos níveis de responsabilidade, e uma componente variável, paga no ano subsequente, a título de prémio de performance tendo em conta o seu desempenho no exercício transacto. A remuneração dos administradores não executivos é composta por uma componente fixa e regular e outra componente variável. A remuneração dos administradores independentes é composta unicamente pela atribuição de senhas de presença.

A empresa não divulga os critérios definidos pela Comissão de Vencimentos para atribuição da componente variável da remuneração dos administradores.

Relativamente à composição da remuneração variável atribuída, esta é efectuada exclusivamente em dinheiro, não existindo planos de atribuição de acções ou opções de acções. Com certeza que os administradores usufruem de “fringe benefits”, mas, tal como sucede com a generalidade das empresas portuguesas, a sua divulgação não é efectuada. Quatro dos administradores (sócios fundadores) são beneficiários de um plano de pensões de benefícios definidos, o qual lhes permitirá usufruir de uma pensão correspondente a 80% do salário auferido na altura da reforma.

O facto da remuneração auferida pelos administradores não executivos da Mota-Engil ser composta por uma componente variável contraria a recomendação da CMVM que preconiza que a remuneração deste tipo de administradores deve ser fixa, pois assim obtêm-se mais garantias de fiscalização destes membros sobre os administradores executivos, minimizando assim os problemas da agência.

A Mota-Engil não tem previsto quaisquer indemnizações caso os actuais administradores cessem funções no decurso dos respectivos mandatos.

De referir que a Mota-Engil não procede à divulgação, em termos individuais, das remunerações auferidas pelos seus administradores.

No Quadro 23 constam os valores auferidos pelo Conselho de Administração da Mota-Engil em 2008, e sua repartição entre componente fixa e variável:

Quadro 23

Repartição das remunerações auferidas pelo CADM da Mota-Engil em 2008:

CADM	Remuneração fixa	Remuneração variável	Senhas de presença	Total
Administradores executivos	1.151.766	361.903	-	1.513.669
Administradores não executivos	1.355.726	338.097	-	1.693.823
Administradores independentes	-	-	126.000	126.000
Total	2.507.492	700.000	126.000	3.333.492

Nota: A remuneração variável paga ao CADM no ano diz respeito aos resultados do ano anterior (2007)

Fonte: Relatório de Governo da Sociedade 2008

Podemos estabelecer uma relação entre a remuneração auferida pelo CADM, a performance da empresa e os dividendos pagos aos accionistas, partindo da análise dos Quadros 23 e 24:

Quadro 24

Afectação do resultado líquido da Mota-Engil em 2007 para pagamento de dividendos e remuneração variável ao CADM:

Resultado líquido 2007	N.º acções representativas da totalidade do capital social	Dividendo pago em 2008 (por acção)	Valor pago a título de dividendos	% do resultado afecta ao pagamento de dividendos	Remuneração variável CADM (liquidada em 2008)	% do resultado afecta ao pagamento de remunerações do CADM
107.745.198 €	204.635.695	0,11 €	22.509.926,45 €	20,89%	700.000 €	0,65%

Nota 1: Os dividendos liquidados em 2008 referem-se aos resultados do ano anterior (2007)

Nota 2: A remuneração variável paga ao CADM no ano diz respeito aos resultados do ano anterior (2007)

Fonte: cálculos próprios com base nos Relatórios e Contas e Relatório de Governo da Sociedade

O resultado líquido da empresa em 2007 ascendeu a 107.745.198€, pelo que podemos concluir que a remuneração variável atribuída ao CADM em 2008 representa 0,65% do resultado líquido daquele exercício. Tendo em conta o resultado de 2008, 24.865.993€²², seria de esperar uma redução do valor pago em 2009 aos administradores a título de remuneração variável, contudo, e de acordo com a proposta que consta no Relatório e Contas para distribuição dos resultados de 2008, o valor a distribuir pelo CADM mantém-se nos 700.000€ (2,8% do resultado líquido). Já em

²² Resultado referente às contas individuais, se considerar o Resultado Consolidado, este ascende a 30.565.438€

2007 (resultados de 2006) o valor pago ao CADM a título de retribuição variável ascendeu a 700.000€, o que representou 2,3% do resultado líquido da empresa em 2006 (30.357.505€).

A remuneração do CADM (componente fixa + variável) totalizou em 2008 3.333.492€, o que representa 13,4% dos resultados obtidos naquele exercício (embora a componente variável liquidada em 2008 se refira aos resultados de 2007). A componente variável representa cerca de 21% da totalidade da remuneração auferida pelo CADM.

O dividendo atribuído em 2008, relativo aos resultados de 2007, situou-se, em termos ilíquidos, nos 0.11€ por acção, o que resulta numa afectação de 20,89% dos resultados para liquidação de dividendos.

O montante do dividendo liquidado em 2008 foi exactamente o mesmo do dividendo liquidado em 2007, baseando-se este último no resultado de 2006. De acordo com a proposta que consta no Relatório e Contas para distribuição dos resultados de 2008, o valor a distribuir pelo CADM manteve-se nos 22.509.926,45€ (90,5% do resultado líquido).

Analisando os três últimos exercícios fiscais, podemos concluir que a política de remunerações dos administradores (componente variável) e accionistas (dividendos) segue uma base constante, não estando percentualmente ligada à performance da empresa, mas sim a valores fixos, 700.000€ para remuneração variável do CADM e 22.509.926,45€ para distribuição pelos accionistas.

Tendo em conta a filosofia preconizada pelos códigos de boas práticas relativa à composição da remuneração dos administradores como mecanismo de alinhamento dos interesses dos gestores com os interesses dos accionistas, poderíamos afirmar que esta situação apenas se verifica se o interesse dos accionistas fosse apenas atingir uma performance em que o resultado da sociedade dê, no mínimo, para fazer face à remuneração preconizada para a administração, liquidação de dividendos e as obrigatórias reservas legais – certamente que esta é uma assumpção errada, pois o objectivo da empresa é certamente o da maximização do lucro²³.

²³ Esta análise é um pouco especulativa, mas como não temos indicações acerca dos critérios para atribuição da componente variável da remuneração pelos membros do CADM, nem a sua distribuição individual, a análise dos dados disponíveis apontam para esta conclusão. Nas informações internas

Nesta análise temos que ter ainda em conta a estrutura accionista da empresa, já que 59,53% da sociedade é posse, directa ou indirectamente, da família Mota (FM – Sociedade de Controlo, SGPS, SA).

Teixeira Duarte:

A remuneração auferida pelos administradores da Teixeira Duarte é determinada pela Comissão de Remunerações, eleita pela Assembleia-Geral, e que fixa aqueles valores segundo orientações que os ligam ao desempenho e resultados da empresa no seu todo, bem como a actividade do órgão de gestão na sua globalidade face aos objectivos fixados e tendo em conta as remunerações dos demais colaboradores da empresa. A política remuneratória actualmente em vigor assenta numa componente fixa, e outra variável em função dos resultados da actividade desenvolvida e da situação económica e financeira da sociedade. Nenhum administrador tem direito à componente variável da sua remuneração até haver uma atribuição em concreto por parte da Comissão de Remunerações.

As remunerações variáveis não estão relacionadas com a evolução das cotações das acções da Teixeira Duarte, dependendo sim do desempenho verificado e evolução dos negócios sociais.

Quanto à composição da remuneração variável atribuída, esta é efectuada exclusivamente em dinheiro, não existindo planos de atribuição de acções ou opções de acções ou qualquer outro sistema de incentivos com acções. Na globalidade da remuneração dos membros do CADM, nenhuma verba é paga sob a forma de participação nos lucros. Aos membros do CADM é paga uma quantia a título de prémio de desempenho (componente variável).

A Teixeira Duarte não tem previsto quaisquer pagamentos ligados à cessação antecipada do exercício de funções por parte dos administradores.

Relativamente à divulgação anual da remuneração dos seus administradores, a Teixeira Duarte optou por proceder apenas à distinção entre a remuneração paga ao administrador não executivo (existe apenas um) e administradores executivos, e dentro

transmitidas aos colaboradores, o CADM e Comex têm focado a linha de actuação do grupo na questão da rentabilidade, pelo que o objectivo da sociedade será sempre o de conseguir a maior performance possível, tendo em conta a presente realidade.

deste último grupo, procede à divulgação do quantitativo auferido pelo administrador com maior remuneração. A Teixeira Duarte defende que não há necessidade de proceder à divulgação da remuneração individual pois os seus administradores “...são gente da casa há dezenas de anos, sendo as suas remunerações inseridas num plano geral que abrange todos os colaboradores. Não são gestores de ofício que por lá passam por razões circunstanciais ou interesses próprios de accionistas”. Para esta empresa a divulgação dessa informação poder-se-ia revelar divisionista e contraproducente.

No Quadro 25 constam os valores auferidos pelo Conselho de Administração da Teixeira Duarte em 2008, e sua repartição entre componente fixa e variável:

Quadro 25

Repartição das remunerações auferidas pelo CADM da Teixeira Duarte em 2008:

CADM	Remuneração fixa	Remuneração variável	Total
Administrador executivo	160.160	153.000	313.160
Administradores não executivos	1.100.400	879.340	1.979.740
Total	1.260.560	1.032.340	2.292.900
Administrador melhor remunerado	140.000	263.600	403.600

Nota: A remuneração variável paga ao CADM no ano diz respeito o desempenho verificado no ano anterior (2007)

Fonte: Relatório de Governo da Sociedade 2008

O estabelecimento de uma relação entre a remuneração auferida pelo CADM, a performance da empresa e os dividendos pagos aos accionistas, partindo da análise dos Quadros 25 e 26, é mais complicada do que no caso da Mota-Engil, pois na Teixeira Duarte a remuneração variável dos administradores não depende do resultado da empresa mas sim do desempenho dos gestores, o que constitui um critério subjectivo pois não se depreende em que medida o desempenho é afectado pelos resultados da empresa:

Quadro 26

Afectação do resultado líquido da Teixeira Duarte em 2007 para pagamento de dividendos:

Resultado líquido 2007	N.º acções representativas da totalidade do capital social	Dividendo pago em 2008 (por acção)	Valor pago a título de dividendos	% do resultado afecta ao pagamento de dividendos	Remuneração variável CADM (liquidada em 2008)	% do resultado afecta ao pagamento de remunerações do
56.935.000 €	420.000.000	0,018 €	7.560.000 €	13,28%	N/A	N/A

Nota 1: Os dividendos liquidados em 2008 referem-se aos resultados do ano anterior (2007)

Nota 2: N/A - Não aplicável pois a remuneração variável do CADM não está directamente relacionada com o resultado da empresa

Fonte: cálculos próprios com base nos Relatórios e Contas e Relatório de Governo da Sociedade

O resultado líquido da Teixeira Duarte em 2007 ascendeu a 56.935.000€²⁴, o dividendo atribuído em 2008, relativo aos resultados de 2007, situou-se, em termos ilíquidos, nos 0,018€ por acção, o que resulta numa afectação de 13,28% dos resultados para liquidação de dividendos. Em 2008 a empresa apresentou resultados individuais negativos no valor de (196.358.000€), pelo que em 2009 não procedeu à distribuição de dividendos.

Em 2006 o resultado líquido situou-se nos 49.301.000€, tendo sido liquidado como dividendo 0,017€ por acção, o que se traduziu numa afectação de 14,48% do resultado para pagamento aos accionistas (7.140.000€). No ano de 2005 o resultado foi de 66.357.000€, e o dividendo pago por acção 0,015€– 9,49% do resultado líquido pago aos accionistas (6.300.000€).

Quanto à estrutura accionista da empresa, 55,99% da sociedade é posse, directa ou indirectamente, da família Teixeira Duarte, o que constitui um factor determinante para a definição da política de distribuição de dividendos, cuja aferição não é possível efectuar dado não existirem dados suficientes disponíveis.

Relativamente à relação entre a remuneração dos administradores e a performance, não é possível chegar a quaisquer conclusões face aos elementos conhecidos/obtidos, pois a remuneração variável é determinada com base no seu desempenho (critério muito subjectivo) e não directamente pelos resultados da empresa. Será interessante verificar a

²⁴ Resultado referente às contas individuais, se considerar o Resultado Consolidado, este ascende a 127.591.000€

remuneração variável auferida pelos administradores em 2009, tendo em conta os resultados negativos de 2008²⁵, o que permitirá, possivelmente, chegar a uma conclusão.

Soares da Costa:

A remuneração auferida pelos administradores da Soares da Costa é fixada pela Comissão de Remunerações, eleita pela Assembleia-Geral. Segundo informação da Soares da Costa, a fixação da remuneração dos administradores é efectuada tendo em conta o alinhamento dos seus interesses com os interesses da sociedade, não indica contudo quais os critério que lhe estão subjacentes, referindo apenas que a remuneração dos administradores executivos é composto por duas componentes, uma fixa, e a outra variável, dependente dos resultados obtidos pela empresa e evolução dos negócios do grupo. Quanto à composição da remuneração variável atribuída, esta é efectuada exclusivamente em dinheiro, não existindo planos de atribuição de acções ou opções de acções ou qualquer outro sistema de incentivos com acções.

A remuneração dos administradores não executivos é composta unicamente por uma componente fixa, cumprindo assim a recomendação da CMVM sobre esta matéria.

A Soares da Costa optou por não discriminar as remunerações do CADM em termos individuais, tanto mais que os critérios para as remunerações variáveis são aplicadas ao conjunto de administradores executivos e não individualmente.

Não existe qualquer política relativa a compensações estabelecidas contratualmente ou através de transacção em caso de destituição ou outro tipo de pagamentos ligados à cessação antecipada do mandato dos administradores.

No Quadro 27 constam os valores auferidos pelo Conselho de Administração em 2008, e respectiva repartição entre componente fixa e variável:

²⁵ Tal como referido no ponto 2.1 da Parte III, os resultados negativos da Teixeira Duarte são fortemente penalizados pela desvalorização Activos Financeiros Disponíveis para Venda em 390.105.000 € – sem esta penalização os resultados seriam positivos em 42.861.000€ - valores referentes a contas consolidadas.

Quadro 27

Repartição das remunerações auferidas pelo CADM da Soares da Costa em 2008:

CADM	Remuneração fixa	Remuneração variável	Total
Administradores executivos	1.505.911	722.371	2.228.282
Administradores não executivos	270.909	-	270.909
Total	1.776.820	722.371	2.499.191

Nota: A remuneração variável paga aos administradores executivos diz respeito aos resultados do ano anterior (2007)

Fonte: Relatório de Governo da Sociedade 2008

Pelo facto de ter transitado de exercício com resultados negativos, os capitais próprios da Soares da Costa são ainda inferiores ao capital social, não havendo lugar à distribuição de dividendos²⁶, pelo que não existe qualquer relação entre a performance e a remuneração dos accionistas.

A relação existente entre a remuneração auferida pelo CADM e a performance da empresa, encontra-se demonstrada no Quadro 28:

Quadro 28

Resultado líquido da Soares da Costa em 2007/2008 e remuneração auferida pelo CADM:

Resultado líquido 2007	Remuneração variável CADM (liquidada em 2008)	% do resultado afecta ao pagamento de remunerações variáveis do CADM	Resultado líquido 2008	Remuneração total do CADM (2008)	% resultado afecto ao pagamento da totalidade remunerações do CADM
5.380.928 €	722.371 €	13,42%	25.485.994 €	2.499.191 €	9,81%

Nota 1: A remuneração variável paga ao CADM no ano diz respeito aos resultados do ano anterior (2007)

Nota 2: Os resultados líquidos apresentandos dizem respeito a contas individuais. Em termos consolidados, o resultado de 2007 seria € 12.039.592, e o de 2008 € 8.206.863

Fonte: cálculos próprios com base nos Relatórios e Contas e Relatório de Governo da Sociedade

Quanto à estrutura accionista da empresa, 70,81% da sociedade é posse, através de uma sociedade de participações socais, do Senhor Manuel Roseta Fino, presidente do Conselho de Administração da Soares da Costa, o que constitui um factor determinante para a definição da futura política de distribuição de dividendos, e actual política de remuneração do órgão de administração.

²⁶ Impedimento legal, de acordo com o disposto no n.º 1 do artigo 33.º do Código das Sociedades Comerciais: “Não podem ser distribuídos aos sócios os lucros do exercício que sejam necessários para cobrir prejuízos transitados ou para formar ou reconstituir reservas impostas pela lei ou pelo contrato de sociedade.”

Parte IV – Conclusões

A temática relacionada com o governo das sociedades tem estado actualmente na ordem do dia, nomeadamente resultado de escândalos financeiros relacionados com as contas das empresas e fraudes associadas a gestores de topo. A pertinência do “governance” é tal, que em 2009 o Prémio Nobel da Economia foi atribuído a dois académicos pelos trabalhos desenvolvidos nesta área.

Ao nível do enquadramento legal do governo das sociedades em Portugal, aguarda-se com alguma “ansiedade” a conclusão do projecto de alteração do Código de Governo das Sociedades que revoga o Regulamento da CMVM n.º 1/2007. Este código trará consigo algumas medidas, que a serem adoptadas pelas empresas portuguesas, irão elevar o nível de “governance” do nosso país. De entre as alterações propostas é de salientar a que permite a possibilidade de adopção de um código de governo das sociedades que não o da CMVM, o que se poderá revelar bastante benéfico para esta comissão, se seguido pelas empresas, pois assim terá a possibilidade de efectuar estudos comparativos entre códigos vigentes nas empresas portuguesas, permitindo introduzir as alterações necessárias ao código da CMVM que conduzam a que este código se revele um instrumento potenciador de um governo das sociedades de excelência, não só a nível nacional, como também a nível Europeu.

Analisando o governo de todas as empresas cotadas no nosso País, regista-se uma melhoria nas práticas instituídas de governo das sociedades, ainda que em muitos aspectos se afigurem distantes das boas práticas que deveriam estar implementadas. Olhando para o grau de cumprimento das recomendações da CMVM pelas cotadas portuguesas, em 2007 este situava-se nos 62,5%, um valor baixo, mas mesmo assim superior aos 59,1% verificados em 2006, pelo que se torna fulcral que os accionistas efectuem uma profunda reflexão acerca das razões invocadas para o não cumprimento, analisando ainda a adequabilidade dos mecanismos instituídos nas suas empresas.

O objectivo central deste trabalho é o estudo do governo das cinco maiores construtoras portuguesas, contudo, e por razões relacionadas com a disponibilização e

existência de elementos, a análise centrou-se mais nas três construtoras portuguesas cotadas em bolsa: Mota-Engil, Teixeira Duarte e Soares da Costa.

Os desafios para o sector centram-se na focalização por parte das construtoras portuguesas em três “drivers” principais: concentração, internacionalização e diversificação. No caso das empresas em estudo, o crescimento dos processos de internacionalização e diversificação já efectuados terá que reflectir no governo das respectivas sociedades um dos seus pilares básicos, não só pela fulcral importância da estrutura dos órgãos de gestão para fazer face aos desafios, mas fundamentalmente pelos mecanismos de controlo da empresa e imagem transmitida ao mercado.

Tendo em conta o propósito do presente trabalho, foi efectuada uma síntese dos modelos de governo adoptados por cada uma das sociedades, concluindo que todas as empresas optaram pela adopção do “Sistema Monista Latino”.

Da análise comparativa efectuada ao cumprimento das recomendações da CMVM (tendo por base elementos de 2008) por parte das construtoras cotadas, concluindo-se que, em média, 72,08% das recomendações são cumpridas, valor bastante superior à média de cumprimento por parte da totalidade das empresas portuguesas, que, de acordo com dados de 2007, se situava nos 62,50%. Neste ponto retiram-se ainda algumas conclusões acerca do cumprimento/incumprimento das recomendações por parte das construtoras, sugerindo, tendo por base a análise efectuada aos respectivos modelos de “governance”, algumas medidas para melhoria do governo das construtoras cotadas, relacionadas, nomeadamente, com o exercício do voto, composição dos Órgãos Sociais e sua remuneração, bem como constituição/reformulação de comissões especializadas.

Relativamente ao alinhamento dos interesses dos gestores com os interesses do accionistas, a remuneração dos gestores e accionistas (dividendos), e respectiva relação com a performance, conclui-se que a problema não é tão pertinente relativamente ao verificado noutros sectores de actividade dada a composição da posse e órgãos de gestão das empresas.

Na Mota-Engil e Teixeira Duarte, mais de 50% do capital e direitos de voto estão na posse das respectivas famílias, cuja representação no Conselho de Administração das

sociedades é significativa. No caso da Soares da Costa, mais de 70% do capital da sociedade é detido pelo Presidente do Conselho de Administração.

A política de remunerações da Mota-Engil (componente variável), não se encontra directamente relacionada com a performance da empresa, pois a evidência aponta para que a componente variável se tenha mantido constante nos últimos anos, apesar da grande diferença verificada, no mesmo período, ao nível de resultados da empresa. A política de remunerações da Teixeira Duarte é totalmente inconclusiva relativamente à sua relação com a performance da sociedade, pois a remuneração variável dos seus administradores é baseada no seu desempenho e não nos resultados da empresa, revestindo-se este critério de uma ambiguidade tal, que nos leva a nada concluir acerca da remuneração desta sociedade.

No que diz respeito à política de distribuição de dividendos, podemos concluir que, no caso de Mota-Engil e Teixeira Duarte, o valor atribuído a cada acção a título de dividendo não está directamente relacionado com a performance da empresa. Quanto à Soares da Costa, nada podemos concluir pois, por imperativos legais, encontra-se impedida de distribuir dividendos pelos accionistas.

A temática abordada neste trabalho poderá ser aprofundada em futura investigação, nomeadamente no que se refere ao alargamento do seu estudo ao universo da península ibérica. As principais construtoras espanholas afiguram-se como uns dos principais “players” europeus do sector, sendo interessante proceder à análise da sua estrutura de governo, nomeadamente no que diz respeito às estruturas de gestão, composição da estrutura de posse da empresa, e papel dos investidores institucionais nas empresas espanholas (nas maiores construtoras portuguesas, as participações detidas por estes investidores são residuais), etc.

Propõem-se ainda a realização de um estudo acerca do enquadramento da legislação espanhola face à portuguesa, bem como a tentativa de proceder à criação de um código de boas práticas ibérico para o sector, dadas as especificidades que este marcadamente detém.

Bibliografia

- Alves, C. e V. Mendes (2001), "Corporate Governance Policy and Company Performance: The Case of Portugal", *Corporate Governance: an International Review*, Vol. 12, nº 3, pp. 290-301.
- Acharya, V.V. et al. (2009), "The Internal Governance of Firms", working paper, NBER.
- Agrawal, A. e C. Knoeber (1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31(3), pp. 377-397.
- Agrawal, A. e S. Chadha (2006), "Corporate Governance and accounting scandals", *Journal of Law and Economics*, Vol. 48, pp. 371-406.
- Alves, C. e V. Mendes (2001), "As Recomendações da CMVM Relativas ao Corporate Governance e a Performance das Sociedades", *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 12, 2001, pp.57-88.
- Alves, C. e V. Mendes (2007), "A Reacção à Performance e o Activismo dos Investidores Institucionais", *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 24, pp.261-287.
- Alves, Carlos Francisco (2000), "Deverão os Investidores Institucionais Envolver-se no Governo das Sociedades?", *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº8, pp. 91-123.
- Alves, Carlos Francisco (2005), *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*, Coimbra: Livraria Almedina.
- Bebchuck, L. et al. (2004), "What matters in corporate governance?" discussion paper n.º 491, Harvard Law School.
- Becht, M. et al. (2002), "Corporate governance and control", *Handbook of the Economics of Finance*, in: G.M. Constantinides & M. Harris & R. M. Stulz (ed.), *Handbook of the Economics of Finance*, edition 1, volume 1, chapter 1, pages 1-109 Elsevier.
- Bernardo, António (2008), "Transformar Empresas de Construção em Grupos Multinacionais de Engenharia e Serviços", Roland Berger.

- Bernardo, António (2009), “Estratégias para Internacionalização no Sector da Construção”, Roland Berger.
- Bibes, X. (2002), *Corporate Governance – Theoretical & Empirical Perspectives*, Cambridge University Press.
- Brick, I.E. et al (2006), “CEO compensation, director compensation, and firm performance: evidence of cronyism?”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, pp. 403-423.
- Cadbury, Adrian (1992), *Cadbury Report, The Financial Aspects of Corporate Governance*.
- Calderini, M. et al. (2003), *Corporate Governance, Market Structure and Innovation*, EE
- Chen, X. et al. (2006), “Ownership structure, corporate governance, and fraud: evidence from China”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, pp. 424-448.
- Chhaochharia, V. e Y. Grinstein (2005), “The Transformation of US Corporate Boards: 1997-2003”, working paper, Cornell University
- CMVM (2001), “Regulamento da CMVM n.º 7/2001, Governo das Sociedades Cotadas”, CMVM.
- CMVM (2007), “Regulamento da CMVM n.º 1/2007, Governo das Sociedades Cotadas”, CMVM.
- CMVM (2008), “Regulamento da CMVM n.º 5/2008, Governo das Sociedades Cotadas”, CMVM.
- CMVM (2008), “Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal 2008”, CMVM.
- CMVM (2009), “Consulta Pública da CMVM n.º 2/2009, Projecto de Regulamento da CMVM, Governo das Sociedades Cotadas (Revoga o Regulamento n.º1/2007) e Projecto de Alteração ao Código de Governo das Sociedades”, CMVM.
- CMVM (2009), “Projecto de Regulamento da CMVM n.º _/2009, Governo das Sociedades Cotadas (Revogação do Regulamento da CMVM n.º1/2007) e anexos I e II ao Projecto de Regulamento”o, CMVM.
- CMVM, “Código de Governo das Sociedades”, CMVM.
- CMVM, “Consolidação de Fontes Normativas e do Código de Governo das Sociedades”, CMVM.

- Deloitte (2006), “European Powers of Construction 2006, analysis of key players and markets in construction”.
- Deloitte (2007), “European Powers of Construction 2007, analysis of key players and markets in construction”.
- Deloitte (2008), “European Powers of Construction 2008, analysis of key players and markets in construction”.
- Deloitte, Aneop (2009), “O Poder da Construção em Portugal – Impactos 2009/2010”.
- Denis, D. e J.J. McConnell (2003), “International Corporate Governance”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38, pp. 1-36.
- Easterbrook, F. (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review* 74, pp. 650-659.
- Euroconstruct (2009), “68th Euroconstruct Conference 2009, Country Report. European Construction: Market Trends to 2012”, Euroconstruct.
- Fama, E.F. e M.C. Jensen (1983), “Separation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301-326.
- Farinha, J. (2003a), “Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis”, *Journal of Business Finance and Accounting* 30.
- Farinha, J. (2003b), “Corporate Governance: A review of the literature”, working paper, CETE, Faculdade de Economia da Universidade do Porto.
- FEPICOP, (2009), “Investir em construção, ultrapassar a crise - Construção 2008/2009”.
- Gillan, S. L. (1996), “Recent Developments in Corporate Governance: An Overview”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, pp. 381-402.
- Gillan, S.L. e L.T. Starks (1998), “A survey of shareholder activism: motivation and empirical evidence”, *Contemporary Finance Digest* 2 (3), pp. 10-34.
- Gillette, A.B. et al. (2003), “Corporate board composition, protocols, and voting behaviour: experimental evidence”, *Journal of Finance* 58 (5), pp. 1997-2032.
- Heidrick & Struggles (2009), “Corporate Governance Report 2009, Boards in turbulent times”.
- Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash-flow, Corporate finance and Takeovers", *American Economic Review* 76, pp. 323-329.

- Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash-flow, Corporate finance and Takeovers", *American Economic Review* 76, pp. 323-329.
- Jensen, M. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance* 48, pp. 831-880.
- Jensen, M., e W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360.
- John, K. e L.W. Senbet (1998), "Corporate governance and board effectiveness", *Journal of Banking and Finance*, 22 (4), pp. 371-403.
- Jonhson, S. et al. (2003), "Executive compensation and corporate fraud", working paper, Louisiana State University.
- La Porta, R., et al. (1997), "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance*, 52, pp. 1131-1150.
- Mota-Engil (2006), "Relatório e Contas Consolidado 2006".
- Mota-Engil (2006), "Relatório sobre as práticas de governo societário 2006".
- Mota-Engil (2007), "Relatório e Contas Consolidado 2007".
- Mota-Engil (2007), "Relatório sobre as práticas de governo societário 2007".
- Mota-Engil (2008), "Relatório e Contas Consolidado 2008".
- Mota-Engil (2008), "Relatório sobre as práticas de governo societário 2008".
- Mota-Engil, Estatutos da Sociedade.
- Myers, S. (2000), "Outside Equity", *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 1005-1037.
- OCDE (2004), "Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades", OCDE.
- OECD (1999), "Principles of Corporate Governance", OECD.
- Opca (2006), "Relatório e Contas do Exercício 2006".
- Opway (2007) "Relatório e Contas Exercício 2007".
- Opway (2008) "Relatório Consolidado de Gestão 2008".
- Sacyr Vallehermoso (2008), "Informe Anual de Gobierno Corporativo 2008".
- Santander, Banco (2008), "A Banca e o Sector da Construção em Portugal e Espanha", apresentação do estudo em Lisboa 29 de Maio de 2008.
- Santos, F.T. (2000), "A importância do Corporate Governance, uma perspectiva institucional", CMVM.
- Sarbanes-Oxley Act (2002), Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act.

- Shleifer, A. e R. Vishny (1986), “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy* 94, pp. 461-488.
- Shleifer, A. e R. Vishny (1997), “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance* 52, pp. 737-783.
- Shleifer, A., e R. Vishny (1989), “Management Entrenchment: the Case of Manager - Specific Investments”, *Journal of Financial Economics* 25, pp. 123-139.
- Silva, A. S. et al. (2006), *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*, Instituto Português de Corporate Governance.
- Silva, J. G. et al. (2007), *Os Administradores Independentes das Sociedades Cotadas Portuguesas*, Instituto Português de Corporate Governance.
- Soares da Costa (2006), “Relatório de Gestão e Demonstrações Financeiras, exercício de 2006”.
- Soares da Costa (2006), “Relatório sobre as práticas ligadas ao governo da sociedade e apoio ao investidor, exercício de 2006”.
- Soares da Costa (2007), “Relatório e Contas 2007”.
- Soares da Costa (2007), “Relatório sobre as práticas ligadas ao governo da sociedade e apoio ao investidor, exercício de 2007”.
- Soares da Costa (2008), “Relatório de Gestão e Demonstrações Financeiras, exercício de 2008”.
- Soares da Costa (2008), “Relatório sobre as práticas ligadas ao governo da sociedade e apoio ao investidor, exercício de 2008”.
- Soares da Costa, *Estatutos da Sociedade*.
- Somague (2005), “Relatório e Contas Exercício 2005”.
- Somague (2006), “Relatório e Contas Exercício 2006”.
- Somague (2007), “Relatório e Contas Exercício 2007”.
- Somague (2008), “Relatório e Contas Exercício 2008”.
- Sopol (2006), “Relatório e Contas do Exercício 2006”
- Sopol (2007), “Relatório e Contas do Exercício 2007”
- Teixeira Duarte (2006), “Relatório Autónomo sobre o Governo da Sociedade – 2006”.
- Teixeira Duarte (2006), “Relatório e Contas 2006”.
- Teixeira Duarte (2007), “Relatório Autónomo sobre o Governo da Sociedade – 2007”.
- Teixeira Duarte (2007), “Relatório e Contas 2007”.

- Teixeira Duarte (2007), “Relatório e Contas 2007”.
- Teixeira Duarte (2008), “Relatório sobre o Governo da Sociedade – 2008”.
- Tirole, J. (2006), The Theory of Corporate Finance, Princeton University Press.
- Tirole, Jean, (2001), "Corporate Governance", *Econometrica*, Vol. 69, n. 1, pp. 1-35.
- Walkner, C. (2004), “Issues in corporate governance”, European Commission, Economic Papers.
- Zingales, L. (1998), “Corporate Governance”, The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law.