



**O papel do CFO em modelos de Corporate Governance:
enquadramento conceptual e operacional**

Por

Tiago Nuno Correia da Cruz

Dissertação de Mestrado em Economia

Orientada por

Prof. Helder Valente Silva

2011

Nota biográfica

Nascido no Porto em 1973, cresci e efectuei todo o meu percurso escolar/académico na cidade, tendo em 1991 sido admitido na licenciatura em Economia pela Faculdade de Economia do Porto, a qual conclui em 1996 com média de 12 valores. A integração no mercado de trabalho ocorreu no início de 1997, com uma primeira experiência no Grupo espanhol de navegação marítima Marmedsa (através da sua participada portuguesa Keller Marítima), concretizando em Setembro de 1998 a transição para a multinacional alemã Siemens, onde permaneci cerca de 5 anos exercendo cargos de responsabilidade crescente na área financeira e controlo de gestão (Siemens Healthcare) e auditoria (*Corporate Audit*). Após uma colaboração de curta duração como *controller* na CINCA, pertencente ao Grupo italiano Ricchetti, abracei o desafio pessoal e profissional de dar continuidade à minha carreira na multinacional americana General Electric, mais propriamente na sede EMEA do negócio Industrial – Plastics, localizado na Holanda, tendo aí operacionalizado diversas funções de “*commercial finance*” e “*financial planning and analysis*” ao longo de três anos e meio (até meados de 2008), altura em que tive a oportunidade de trabalhar no controlo de gestão do Grupo Mota-Engil, combinado com a vontade familiar de voltar a Portugal, ditou o regresso ao Porto e à organização onde ainda me mantenho em funções, ainda que no momento com o cargo de direcção-geral da unidade portuguesa de serviços partilhados.

Casado desde 2001 e com três filhos, a mobilidade geográfica e funcional que tem pautado o meu caminho profissional tem sido encarada não só como uma mais-valia para o enriquecimento da minha carreira e capital de experiência, mas também um desafio pessoal que se tem mostrado compensador.

Aprendi na Siemens que “*Learning is the key to continuous improvement*”...interiorizei esta frase como um dos lemas da minha vida profissional, tendo de forma regular e sistemática investido tempo e recursos na aquisição de conhecimentos fora do local de trabalho, em matérias tão díspares como Sistemas de Informação (Programa Avançado de Gestão de SI, na Universidade Católica), Gestão Estratégica (Formação para executivos na *Business School* da Universidade de Roterdão), Fusões e Aquisições e *Value-Based Management* (ambas na EGP-UPBS) e agora o mestrado em Economia na Faculdade de Economia do Porto.

Resumo

Sistematizando os conceitos estruturantes de *Corporate Governance*, nomeadamente os modelos Anglo-Saxónico e Europeu-Continental, pretende-se com este estudo compilar a informação necessária para enquadrar e ilustrar adequadamente o cenário de base a partir do qual as organizações operacionalizam a sua interpretação desta matéria e posicionam processos e recursos no sentido de dar resposta adequada às questões na génese do tema. A partir deste pano de fundo, iniciar uma aproximação à inventariação de um referencial do papel do *Chief Financial Officer* (CFO) em termos de influência no modelo adoptado, impacto e responsabilidade assumidas na sua execução e grau de autonomia e compromisso assumido, materializada na sistematização de uma matriz de responsabilidades dividido pelas diversas vertentes do *Corporate Governance* que permitirá avaliar a importância (presumivelmente crescente) do CFO nas organizações num tema invariavelmente protagonizado pelo CEO, algo que se presume seja particularmente premente no actual contexto económico-financeiro. Finalmente, a análise efectuada é complementada por um estudo de caso, numa organização de dimensão multinacional, analisando numa realidade concreta o grau de aplicabilidade dos conceitos e matriz desenvolvida.

Abstract

Structuring the key concepts of Corporate Governance, namely the European and Anglo-Saxon models, the intention of this study is to build a framework and properly illustrate the pillars based on which organizations implement their own interpretation of the theme, positioning processes and resources for proper answer to the structural questions in stake. From this starting point, an approach to a full Chief Financial Officer (CFO) role referential mapping is developed, covering its influence on the adopted model, impact and level of responsibilities in the executing stage and extent of autonomy and commitment degree, allowing the formalization of a responsibility matrix per each of the Corporate Governance arenas, which enables the assessment of the importance (assumedly increasing) of the CFO in organizations in a topic normally starring the CEO, a realistic trend in theory particularly nowadays with a challenging economical-financial environment. Finally, the overall analysis done is complemented by a case-study of a multinational organization, testing the concepts and framework developed.

Índice

Capítulo I – Enquadramento

- 1.1 O Corporate Governance e o actual contexto económico-financeiro
- 1.2 Funções e competências de um CFO na gestão de uma organização

Capítulo II – Conceitos e modelos base de Corporate Governance

- 2.1 Definição de Corporate Governance
- 2.2 Modelo Anglo-Saxónico
- 2.3 Modelo Continental-Europeu

Capítulo III – Metodologia e contributos estruturantes

- 3.1 Abordagem metodológica – modelo matricial
- 3.2 Contributos da teoria da agência
- 3.3 Contributos da gestão financeira

Capítulo IV – O papel do CFO no Corporate Governance

- 4.1 Sistematização de modelo operacional
- 4.2 Análise por segmento matricial

Capítulo V – Estudo de caso: Grupo Mota-Engil

- 5.1 Caracterização do Grupo Mota-Engil
- 5.2 Modelo de Governo implementado
- 5.3 O papel do CFO

Capítulo VI – Conclusões

Índice de Quadros

Bibliografia

Índice de Quadros

- Quadro 1. Indicadores Macroeconómicos 2005-2010 EU, Eurostat
- Quadro 2. Resultados CFO *survey*, por Henri Servaes e Peter Tufano
- Quadro 3. IBM Global CFO *study*, resultados 2005, 2008, 2010 por tipologia de actividade
- Quadro 4. IBM Global CFO *study*, desafios e capacidades da função financeira
- Quadro 5. IBM Global CFO *study*, matriz de perfis da função financeira/CFO's
- Quadro 6. IBM Global CFO *study*, desempenho financeiro associado a “*Value Integrators*”
- Quadro 7. Modelo matricial Mecanismos *Governance*/Gestão Financeira
- Quadro 8. Matriz de análise ‘Gestão Operacional’
- Quadro 9. Matriz de análise ‘Envolvente Operacional’
- Quadro 10. Matriz de análise ‘Gestão Estratégica’
- Quadro 11. Matriz de análise ‘Envolvente Estratégica’
- Quadro 12. Modelo de Governo Grupo Mota-Engil
- Quadro 13. Evolução da cotação das acções Mota-Engil em 2010
- Quadro 14. Evolução de títulos Mota-Engil transaccionados, 2007/8-2010

Capítulo I – Enquadramento

1.1 O *Corporate Governance* e o actual contexto económico-financeiro

A enorme variedade de literatura sobre o Governo das Sociedades é unânime no seu ponto de partida: a necessidade de controlar/mitigar o risco associado ao (eventual demasiado) poder que a gestão executiva ou operacional das empresas tem face às estruturas accionistas e/ou outros *stakeholders* potencialmente expostos aos impactos pela sua actuação (e que em muitos casos apresentam uma difusão de entidades envolvidas que dificulta a sua própria organização e intervenção). Na prática e de forma simplista, a razão da necessidade de existência do *Corporate Governance* está associada ao facto dos interesses daqueles que controlam efectivamente a gestão das empresas poderem ser diferentes daqueles que fornecem às mesmas os meios financeiros externos para operarem, no fundo sublinhado a diferença entre o controlo e propriedade das sociedades e entre *players* internos e externos – a base da teoria da Agência e da relação entre o agente (gestor) e principal (accionista).

Explorando a literatura que se debruça sobre o tema da teoria da agência no contexto do *Corporate Governance*, uma referência incontornável é o trabalho de Jensen e Meckling (1976)¹, que teorizaram sobre a estrutura de posse de uma empresa cujo modelo enfatiza a questão da contratualização da relação de agência estabelecida entre o principal e o agente de forma a mitigar o risco de perda de eficiência e alinhamento entre as partes².

O conflito de interesses potencial entre agente e principal e respectivos custos que lhe estão inerentes (custos de agência) estão na base de um conjunto de mecanismos disciplinadores conducentes ao controlo da dimensão desses mesmos custos, podendo estes processos ser de natureza interna (como seja o caso da gestão da composição dos quadros de direcção/comissões executivas, acções detidas pelos agentes, formas de remuneração baseadas no desempenho, promoções, políticas de recrutamento e

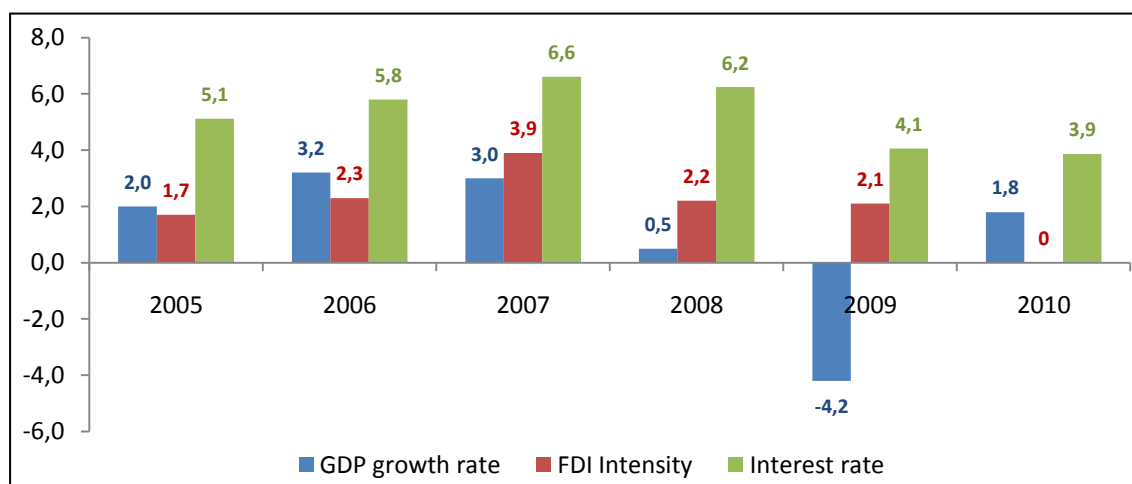
¹ Jensen, M., e Meckling, W., 1976, "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305-360

² Associado à Teoria da Agência, merecem ainda destaque os trabalhos de Holmstrom e Tirole (1989) e Tirole (1988), e no domínio mais específico do Governo das Sociedades, Shleifer e Vishny (1997) e Zingales (1998). Uma referência complementar para referir uma derivação da Teoria Económica da Agência aplicada ao domínio das Finanças Empresariais (muito associados a problemas de conflitos de interesses e problemas de delegação em contratos financeiros), materializada na chamada Teoria Financeira da Agência e cujos trabalhos mais relevantes são os de Barnea et al. (1985) e Hart (1985)

despedimento e políticas de dividendos e dívida) ou externos (por exemplo a ameaça externa de *take-overs*, o mercado de trabalho onde os gestores se movimentam, controlo mútuo entre gestores, avaliações de analistas financeiros, e mesmo a reputação dos gestores) às próprias organizações.

Este tema, apesar de claramente não ser novo (a questão das falências emblemáticas de empresas vai tão longe como o caso da *South Sea Bubble* por volta de 1700, até aos mais recentes *crash* da bolsa americana em 1929, a crise do mercado financeiro secundário do Reino Unido nos anos 70 e já nos anos 80 nos Estados Unidos o mercado financeiro de empréstimos e poupanças), mas a realidade é que nos últimos anos esta problemática ganhou expressão por força do mediatismo de casos como o *Barings Bank*, *Polly Peck*, *Coloroll*, o *Bank of Credit and Commerce Internacional*, e mais recentemente a *Enron*, *Worldcom* e *Adelphia*.

Complementarmente ao enquadramento genérico sobre a relevância do tema Governo das Sociedades atrás efectuado, importa reflectir agora, de forma sucinta, sobre o **actual contexto económico-financeiro**, o qual tem sido objecto de detalhada análise sob o mais diversificado leque de perspectivas, sendo que no âmbito deste documento interessa focalizar nas dimensões do panorama económico e financeiro que de facto têm uma influência material na vida das organizações, agindo como factores perturbadores à gestão corrente e investimento/financiamento das mesmas. Neste sentido, resumimos alguns dados emblemáticos reveladores dos desafios a que a gestão das empresas e grupos económicos está sujeita nos dias que correm em três grandes domínios para a União Europeia (dados *Eurostat*): crescimento, investimento e financiamento.



Quadro 1. Indicadores Macroeconómicos 2005-2010 EU, Eurostat

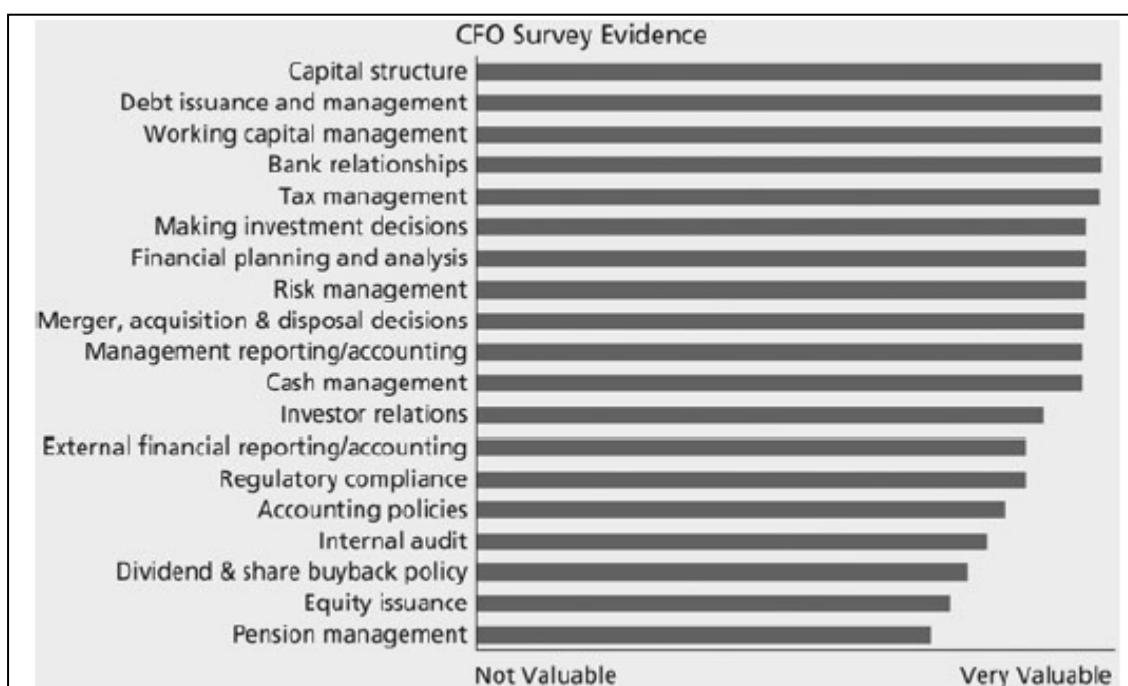
A leitura do gráfico anteriormente apresentado permite concluir que nos últimos anos a instabilidade macroeconómica traduzida no ritmo de crescimento anual do produto interno bruto (neste caso da Europa a 27, revelador dos constrangimentos nos mercados com que as empresas tiveram e ainda têm que lidar), a quebra recente de dinamismo do investimento directo estrangeiro que se sentiu sobretudo desde 2008 (reforçando neste ponto as dificuldades das economias em aceder a investimentos que potenciam o crescimento económico) e por último alguma volatilidade nas taxas de juro (aqui associadas à banca comercial na concessão de empréstimos), algo que na gestão de curto, médio e longo prazo fortemente condiciona a vida das organizações.

Decorrente do exercício anterior, que pretende evidenciar por uma lado a relevância do tema do *Corporate Governance* e por outro as especificidades do contexto macroeconómico que potenciam essa relevância, **o presente estudo visa estruturar uma reflexão sobre o presumível papel (estratégico) que a função financeira e em particular o CFO assumem** no desempenho das suas funções e no quadro organizacional das sociedades e dos mercados em que se movimentam, isto apesar de a literatura e prática invariavelmente privilegiar a figura do CEO (*Chief Executive Officer*) como *player* fundamental da gestão nestes temas. A realidade da vida quotidiana das empresas, a relação com os mercados de capitais, a vivência de temas como a orientação para a criação de valor para o accionista e respeito por regras e procedimentos emanados por entidades reguladoras ou de supervisão, parece indicar que na realidade existe um protagonismo funcional do responsável máximo financeira das empresas que não tem espelho na literatura e reflexões sobre esta área da Economia, algo que alimenta a convicção da possível pertinência e interesse desta abordagem.

Finalmente uma nota para a **metodologia adoptada**. Começaremos por elencar alguns conceitos básicos sobre o Governo das Sociedades e respectivos modelos, seguindo-se uma inventariação dos mecanismos internos e externos disponíveis às empresas, à luz da teoria da Agência, conducentes a alinhar os interesses dos agentes com os dos accionistas e a estruturação das áreas de decisão no âmbito das competências e responsabilidades da função financeira de uma organização, permitindo no final uma abordagem matricial que cruza mecanismos e âmbito de acção para construir um referencial focalizado de interacção. No final, um caso prático de referência e teste.

1.2 Funções e competências de um CFO na gestão de uma organização

Aproveitando o *paper* “*Using CFO Surveys as a Motivational Tool to Teach Corporate Finance*” (Graham, 2011), o qual aborda a aplicabilidade prática nas organizações de muitos dos conceitos incluídos no currículo académico a nível universitário, aplicabilidade essa que sendo perceptível para os alunos se revela um factor de motivação e reconhecimento da pertinência dos fundamentos teóricos explanados, o autor socorre-se do inquérito realizado por Henri Servaes e Peter Tufano a um conjunto de CFO’s, os quais colocaram a questão de quais as funções da área de finanças que mais contribuem para o aumento de valor de uma empresa. Os resultados, apresentados em baixo na figura 2 e constantes da obra “*Corporate Finance: Linking Theory to What Companies Do*” (Graham, Smart e Megginson, 2010), releva algumas das vertentes mais importantes da função financeira liderada pela figura do CFO, hierarquizando inclusivamente aquelas que para o universo de inquiridos são temas preponderantes, nomeadamente o tema da estrutura de capitais, emissão e gestão da dívida, capital circulante, relacionamento com a banca e componente fiscal.



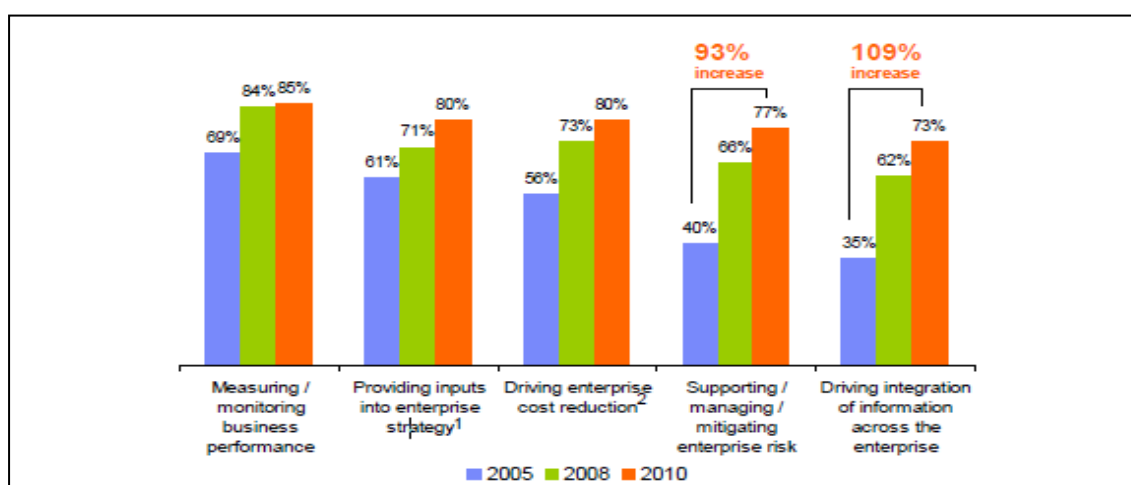
Quadro 2. Resultados CFO *survey*, por Henri Servaes e Peter Tufano

Uma nota para referir que este *paper* aborda ainda de forma mais detalhada a vertente do planeamento, decisão de investimento e distribuição de dividendos, destacando estas áreas quer no inquérito quer em sede de análise, relevando pois a sua importância.

Para explorar o papel actual de um *Chief Financial Officer* numa organização, explorámos adicionalmente a apresentação “*Results of the 2010 IBM Global CFO Study*”, levada a cabo pela *IBM Institute for Business Values* e apresentada por William Fuessler no evento *SAP Financials 2010*, em Barcelona. Este estudo (o quarto em oito anos), envolveu entrevistas a mais de 1900 organizações entre Maio e Outubro de 2010, abrangendo uma variedade de segmentos geográficos (EMEA, Américas e Ásia-Pacífico), sectores de actividade (comunicações, distribuição, industrial, serviços financeiros...), dimensões de empresas, tendo como interlocutores maioritariamente (78%) CFO’s, *deputy* CFO ou Directores Financeiros.

Globalmente, e como primeiro resultado deste estudo, mais de 70% dos CFO acredita que de facto desempenham um papel de aconselhamento ou tomada de decisão na gestão das empresas em temas como redução de custos, selecção de indicadores de desempenho, gestão de activos, gestão do risco, alocação de recursos, planeamento estratégico de receitas, modelização de planos de negócio focalizados na inovação e/ou reorganização, gestão estratégica de sistemas de informação.

O estudo sistematiza ainda cinco tipologias de actividades orientadas para a gestão das organizações (medir e monitorar o desempenho do negócio, contribuir para a estratégia da organização, liderar controlo de custos, gestão de risco e gerir informação na organização), sendo que os resultados do estudo apontam para um crescimento muito significativo dos dois últimos grupos entre 2005 e 2010, conforme se pode constatar no gráfico abaixo apresentado.

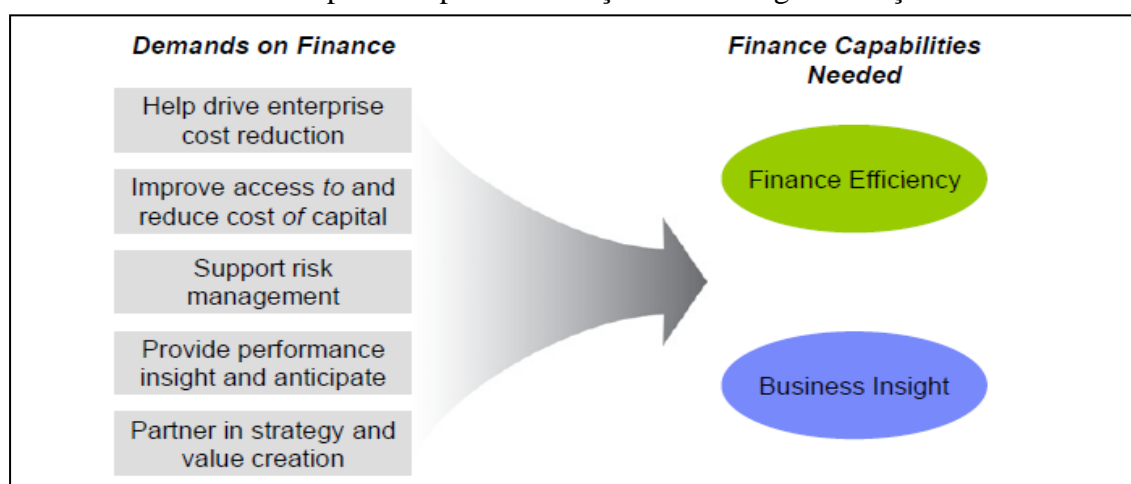


Quadro 3. IBM Global CFO study, resultados 2005, 2008, 2010 por tipologia de actividade

No capítulo “*Finance Profiles*”, o estudo aborda os aspectos que a função financeira tem que dar resposta no sentido de se posicionar como suporte efectivo e de confiança ao processo de tomada de decisão e à análise do negócio, fazendo a ponte entre aquilo que se “exige” a um CFO com aquilo que são as capacidades necessárias que estes devem ter para o conseguir, colocando estas características em dois planos: eficiência financeira (“*finance efficiency*”) e conhecimento do negócio (“*business insight*”).

Os cinco grandes desafios para função financeira e CFO’s referidos no estudo são:

1. Ajudar e liderar iniciativas conducentes à redução de custos nas organizações
2. Melhorar o acesso ao capital e reduzir o respectivo custo
3. Apoiar e liderar programas orientados para a gestão de risco
4. Reportar informação e análise de desempenho, assim como antecipar cenários
5. Contribuir como parceiro para a definição da estratégia e criação de valor

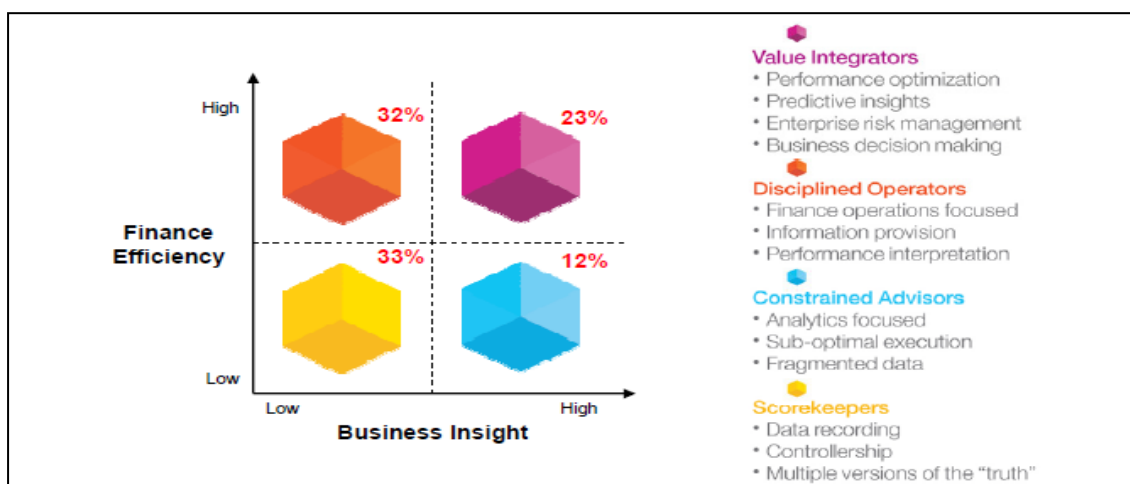


Quadro 4. IBM Global CFO *study*, desafios e capacidades da função financeira

Adicionalmente, a análise às respostas dos CFO’s e medidas corporativas objectivas no domínio financeiro identificadas, permitiu mapear um conjunto de acções concretas potenciadoras dos níveis de eficiência e conhecimento, nomeadamente:

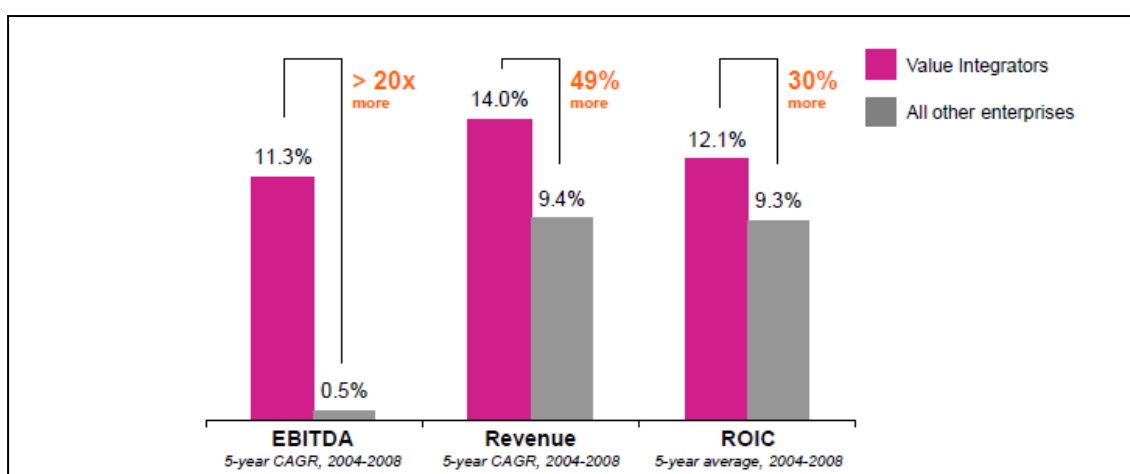
1. Filosofia corporativa na gestão de standards de informação
2. Transversalidade de definições e conceitos financeiros e *data governance*
3. Planos de contas uniformes e transversais
4. Processos financeiros uniformes e transversais
5. Capacidade analítica (planeamento e previsão operacional, análise cenários)
6. Gestão de pessoas e talentos (efectividade o desenvolvimento de recursos)
7. Consolidação de uma plataforma tecnológica comum de planeamento

O estudo apresenta ainda uma matriz de dupla entrada caracterizando a amostra nos dois vectores identificados, resultando em quatro quadrantes/tipologias de posturas e desempenhos da função financeira e CFO's, evidenciando-se os perfis possíveis (à luz desta metodologia) que responsáveis e áreas financeiras podem assumir.



Quadro 5. IBM Global CFO study, matriz de perfis da função financeira/CFO's

Uma das conclusões apresentadas pelo “*IBM Global CFO Survey*” refere que o desempenho financeiro das empresas “*Value Integrators*”, de acordo com a amostra disponível, era manifestamente superior às restantes (a título de exemplo, a taxa de crescimento de receitas entre 2004 e 2008 seria 49% superior e o ROIC 30% maior), conforme é perceptível do gráfico em baixo, algo directamente correlacionado com a capacidade de intervenção e nível de conhecimentos da função financeira cuja combinação permite às organizações um conjunto de benefícios materiais na sua gestão quotidiana com impacto financeiro directo na sua rentabilidade e crescimento.



Quadro 6. IBM Global CFO study, desempenho financeiro associado a “*Value Integrators*”

Decorrente dos contributos anteriormente apresentados, **concluí-se que na actualidade, o conjunto e diversidade de vertentes que o CFO assume e protagoniza se revestem para a empresa de carácter estratégico**, indo muito para além de um posicionamento passivo associado à figura ultrapassada do “guardião” da informação financeira e da sua solidez, algo que não podendo ser descurado, é hoje em dia apenas uma parte de uma função cada vez mais integrante da geração de valor para o accionista e estabelecimento de pontes entre a gestão operacional e os interesses destes, algo aliás que está na génese deste estudo.

Adicionalmente, torna-se também visível que no quadro dos órgãos de gestão das organizações, o papel da função financeira vem sendo reforçado e reconhecido entre pares, algo que não podemos dissociar do referido na secção 1.1, mais especificamente no âmbito da caracterização do actual contexto económico-financeiro, cuja imprevisibilidade, dinamismo e desafios colocados acaba por dar maior importância às tarefas e responsabilidades do CFO no seio das empresas.

Finalmente, tendo presente aquilo que é a globalidade do enquadramento de conceitos, contexto e funções/competências da função financeira que foi efectuada, importa então estruturar alguns conceitos fundamentais do *Corporate Governance* de forma a podermos, subsequentemente, agilizar uma análise mais fina do papel do CFO no Governo das Sociedades.

Capítulo II – Conceitos e modelos base de Corporate Governance

2.1 Definição de Corporate Governance

Não sendo o objectivo deste trabalho enumerar exaustivamente os diversos conceitos e contributos de autores sobre o tema, ainda assim uma revisão de alguma da literatura disponível conduz à inventariação de alguns contributos que julgo interessantes e que apresento de forma resumida.

Um primeiro conceito de *Corporate Governance* (CG) é baseado em Mathiesen (2002), segundo o qual o CG consiste na área da economia que investiga a forma de garantir / motivar a gestão eficiente das empresas, utilizando mecanismos de incentivos como os contratos, padrões organizacionais e a legislação. Esta abordagem centra-se frequentemente, de forma limitativa, na questão da melhoria do desempenho financeiro, ou seja, como é que os accionistas conseguem assegurar que os gestores entregam uma taxa de retorno competitiva.

Uma segunda referência, constante da tese de doutoramento do Prof. Carlos Alves (2003)³, refere a este respeito que ao contrário do que inicialmente se antevia, os problemas relacionados com os custos de agência (nomeadamente a possível apropriação de benefícios pessoais dos gestores) não são eliminados pelo factor concorrência e os mercados de produtos e serviços, sendo necessários mecanismos que potenciem o processo de tomada de decisão eficiente e alinhem os interesses dos agentes com os dos accionistas, otimizando uma afectação de recursos eficiente.

Em terceiro lugar, explorando o paper de 2003 do Professor Jorge Farinha, “*Corporate Governance: a Review of the Literature*”⁴, no ponto 2.1 *Concept of Corporate Governance* são referidos diversos contributos da literatura a este respeito, dos quais destacaria Shleifer e Vishny (1997), que definem *Corporate Governance* como algo que analisa o modo como os financiadores das organizações garantem para si próprios o retorno do seu investimento, John e Senbet (1998), os quais propõem uma linha pela qual o CG lida com os mecanismos através dos quais os *stakeholders* de uma

³ “Os investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações”, Cap.1, Faculdade de Economia do Porto

⁴ Artigo publicado no âmbito do CETE – Centro de Estudos de Economia Industria, do Trabalho e da Empresa em Abril de 2003 e revisto em Novembro do mesmo ano

organização exercem controlo sobre os agentes internos e gestores de modo a que os seus interesses sejam protegidos, sendo que o conceito de *stakeholder* inclui não só accionistas mas também financiadores e parceiros não financeiros como colaboradores, fornecedores, clientes e outros.

A problemática da separação entre a propriedade e o controlo e o conflito de interesses entre agentes e principais na partilha de riqueza gerada pelas organizações é uma referência transversal a grande parte da literatura visitada, nomeadamente Jensen e Meckling (1976). Um outro ponto relativamente consensual e ainda muito associado à própria definição de *Corporate Governance* prende-se com o facto de ser este tipo de problema não resolúvel via gestão contratual do relacionamento entre as partes.

Um outro conjunto de definições, socorrendo-nos do “*Journal of Corporate Finance*”, edição de Junho de 2006, mais especificamente do artigo “*Recent Developments in Corporate Governance: an Overview*”, por Stuart L. Gillian: em primeiro lugar a definição mais lata de Gillan e Starks (1998), pela qual o *Corporate Governance* seria um conjunto de leis, regras e factores que permitem o controlo as operações de uma empresa; depois o conceito sistematizado por Zingales (1998), o qual assume uma perspectiva sobre o tema segundo a qual o CG seria um sistema complexo de constrangimentos que molda a gestão *ex-post* das quasi-rendas⁵ geradas pelas firmas.

Finalmente, uma referência para o conceito emanado por Sir Adrian Cadbury⁶, em ‘*Global Corporate Governance Forum*’ (World Bank, 2000). O *Corporate Governance* estará, segundo este, relacionado com o intuito de garantir um equilíbrio entre objectivos económicos e sociais, e entre os objectivos individuais e comuns – uma matriz de *corporate governance* deve encorajar o uso eficiente de recursos e ao mesmo tempo garantir responsabilidade na sua administração. A meta será, pois, alinhar tanto quanto possível os interesses individuais, das empresas e da sociedade.

⁵ Conceito de Quasi-rendas surge com Alfred Marshall, e tem na sua base o princípio de lucros de curto prazo gerados pelas empresas que se revestem de um carácter temporário inerente ao facto dos mercados não se ajustarem de imediato e que por isso tendem a desaparecer a longo prazo

⁶ Sir George Adrian Hayhurst Cadbury, nascido em 1929, Chairman da Cadbury e Cadbury Schweppes durante 24 anos. Liderou o processo de consciencialização e promoção do debate no tema do corporate governance. Autor do Cadbury Report, um código de boas práticas que serviu de base a desenvolvimentos e evolução deste tema a uma escala global.

2.2 Modelo Anglo-Saxónico⁷

O chamado “*shareholder model*”, associado aos mercados dos EUA e do Reino Unido, tem na sua génese uma orientação para a maximização do valor do accionista e a procura igualmente pela maximização dos níveis de rendibilidade e eficiência das organizações. Uma particular orientação assertiva para temas de gestão operacional é uma das características deste modelo, o que não sendo dissociável da busca permanente por acréscimos de retorno para entrega ao accionista, induz uma cultura de curto prazo e forte flexibilidade no posicionamento de mercado destas empresas, penalizadora de um regime de parceria nomeadamente com clientes e fornecedores que resultaria de uma estratégia estável de médio e longo prazo.

Em termos da articulação entre a gestão e a propriedade, uma primeira nota para referir que se constata tendencialmente uma fraca concentração da propriedade em grandes accionistas (as estruturas de posse do capital típicas deste modelo são por regra pulverizadas, com diversificadas participações de investidores institucionais, ou seja, instituições de crédito, empresas de investimento, fundos de investimento e pensões), cabendo ao aglomerado de minoritários um papel de menor protecção directa pelos órgãos executivos de gestão e controlo, tendo apenas globalmente os investidores institucionais posições relevantes. Como reflexo deste cenário, por um lado ao nível do mercado de acções/capitais teremos um padrão de maior dimensão e liquidez e, por outro, em termos da capacidade de monitorização da acção dos gestores por parte dos accionistas, tendencialmente será raro um envolvimento assertivo destes neste capítulo, algo muito associado aliás à estrutura dos conselhos de administração das empresas abrangidas por esta definição que se apresentam compostas por administradores executivos (internos) e maioritariamente não-executivos (externos) que fiscalizam os primeiros. No entanto, esta aparente fragilidade do modelo é compensada pelo controlo exercido pelos mercados de capitais via aquisições hostis, captação de novos accionistas e custo (taxas de juro) do capital alheio na vertente de financiamento, sendo ainda de referir o papel de outros agentes externos (nomeadamente analistas financeiros) cujas análises em larga medida incidem sobre o desempenho da gestão com consequências reais e práticas na vida das organizações e no alinhamento entre accionistas e gestores.

⁷ Também designado sistema de controlo pelo mercado (“*market-oriented system*”) ou sistema de controlo externo (“*outsider system*”)

No que diz respeito ao papel de fiscalização das instituições financeiras este apresenta-se de relevância pouco preponderante⁸, não só porque estas organizações detêm posições accionistas insignificantes mas também devido a abordagem na gestão de empréstimos que dispersa credores financeiros e por aí retira capacidade de intervenção individual. Ainda assim, sobretudo nos EUA, é frequente a presença de representantes da banca nos órgãos de administração de empresas.

Algo estrutural nestes modelos de *Corporate Governance* é a questão da remuneração dos gestores, onde se verifica que parte substancial do sistema remuneratório tem uma vertente variável indexada ao desempenho da empresa com particular enfoque na performance bolsista, o que aliás prova a importância vital que os mercados de capitais têm na aferição do desempenho das empresas e dos gestores e por essa via justifica as fortes exigências de informação financeira e auditorias externas, estas controladas por comités especializados compostos por administradores externos (sobretudo nos EUA).

Uma nota sintética para referir que, ao nível do sistema jurídico que enquadra a actividade das organizações, estes mercados evidenciam um maior grau de protecção dos accionista em comparação com os obrigacionistas.

Em termos de referencias ao nível da literatura cujo contributo versa sobre as especificidades do modelo Anglo-Saxónico, destacaria Charkham (1995), Prigge (1998) e La Porta (1997) ao nível dos mercados de capitais e papel dos processos de controlo pelos accionistas, Jensen (1998), Franks e Mayer (1996) e Holmstrom e Kaplan (2001) no tema das aquisições hostis e novamente Charkham (1995), Perotti (1994) e Hoshi (1998) na temática dos sistemas de remuneração dos administradores.

⁸ De acordo com o estudo de Breuer (1998), em meados dos anos 90 no Reino Unido, a parcela de acções nacionais detidas pela banca era de 2%.

2.3 Modelo Continental-Europeu⁹

O “*stakeholder model*”, tipicamente relacionado com organizações provenientes da Alemanha e Japão (mas que são genericamente associadas aos demais países da Europa Continental), assenta os seus princípios no crescimento e estabilidade sustentada das organizações, dando prioridade à sobrevivência no longo prazo das empresas de forma alinhada e articulada com os interesses de todos os “*stakeholders*” próximos da realidade corporativa em causa (a busca pelo lucro, legítima e racional, é no entanto relativizada por outros objectivos menos imediatistas, como sendo o conceito de “*value for money*”), com particular destaque para entidades públicas – a este respeito, uma nota para sublinhar a postura de que todos os accionistas merecerem protecção equitativa (tipicamente estaremos na presença de estruturas accionistas em que bancos, empresas e famílias detêm representatividade significativa nas estruturas de propriedade do capital), não negligenciando os que por via do seu menor peso institucional se vêem privados de informação ou capacidade participativa.

A tipologia de estrutura accionista referida anteriormente limita a liquidez e dimensão dos mercados de capitais na medida em que se posicionam grandes blocos de controlo, sendo que em contrapartida potencia o grau de intervenção dos accionistas no controlo e fiscalização dos gestores, sendo neste modelo frequente não só a monitorização da gestão mas também a própria participação activa no processo de tomada de decisão nomeadamente no que envolve temas estratégicos (Charkham, 1995). Ao nível da composição dos Conselhos de Administração neste modelo, estamos na presença tipicamente de estruturas controladas por administradores internos ou externos ligados aos principais accionistas e bancos, sendo que é aplicado um racional de fiscalização mútua entre estes membros e a sua supervisão, avaliação e despedimento (dos executivos) é da competência de outros órgãos societários.

Os mecanismos de controlo externo ou fiscalização neste tipo de modelo são, na ausência da ameaça material de “*takeovers*” como factor disciplinador, encabeçados pelo papel das instituições financeiras enquanto entidades credoras e mesmo como accionistas (em representação das suas acções ou de acções dos seus clientes

⁹ Também designado sistema baseado em relações (“*relation-oriented system*”), sistema de controlo pelos bancos (“*bank-oriented system*”) ou sistema de controlo interno (“*insider system*”).

particulares – Gordon e Schmid (1996) e Prigge (1998)), exercendo a esse título controlo sobre a gestão e influência sobre as suas decisões. Esta componente do controlo da banca assume particular destaque no mercado Japonês, em paralelo com o papel de fornecedores e credores e cruzamento de participações que potencia a fiscalização cruzada da gestão (Berglof e Perotti (1994) e Hoshi (1998)).

No que diz respeito ao sistema de remuneração dos gestores, no sistema continental a componente variável e respectiva variação em função do desempenho bolsista é menos comum do que acontece no modelo anglo-saxónico e em particular nos EUA¹⁰.

Duas referências finais para comentar o tema da divulgação pública de informação e auditoria externa e a questão do sistema jurídico. No primeiro caso, mais especificamente no que diz respeito às empresas cotadas, estas estão obrigadas aos normais mecanismos de divulgação de informação financeira e de gestão, assim como auditoria e responsabilização por parte dos seus administradores, sendo se referir que o quadro legal que enquadra a protecção legal aos accionistas é comparativamente menos vincada nos mercados (sobretudo europeus¹¹) associados ao modelo continental em comparação com o verificado nos mercados americanos e do Reino Unido (La Porta et al, 1998, 2000), algo que não pode ser dissociado como factor explicativo das estruturas accionistas que predominam nestes dois modelos.

¹⁰ De acordo com o estudo de Charkman (1995), 65% da remuneração dos administradores da Alemanha corresponde a salário fixo e do restante apenas metade tem um carácter variável (restantes 50% são benefícios de natureza não monetária).

¹¹ Referências para os casos da lei civil alemã (Alemanha, Áustria e Japão), escandinava (Suécia, Dinamarca, Finlândia e Noruega) e francesa (França, Portugal e Espanha).

Capítulo III – Metodologia e contributos estruturantes

3.1 Abordagem metodológica – modelo matricial

O primeiro passo conducente a estruturar um modelo operacional que reflecta quais os principais aspectos do papel do CFO no tema do CG passa por estruturar a metodologia a utilizar de forma a orientar quer a construção do estudo quer evidenciar os pressupostos dos quais esta vertente da análise parte.

Genericamente, o objectivo será adoptar uma lógica matricial de dupla entrada em que cada um dos eixos evidencia entradas fundamentais para a modelação a efectuar e que correspondem a contributos associados à teoria da agência e contributos da gestão financeira. A escolha destes dois pilares de base está relacionada com aquilo que são na prática os domínios/áreas da economia que interagem de forma próxima com os conceitos de *Corporate Governance* e da função financeira (e respectiva gestão) no seio de uma organização – detalhando o que se posiciona em cada um dos eixos, teremos:

- Eixo X (base teoria da agência): os segmentos a sistematizar são os tipos de mecanismos internos e externos disponíveis às empresas e que têm como efeito potencial (ou pelo menos como objectivo) alinhar os interesses dos agentes com os dos accionistas, minimizar eventuais riscos de ineficiência da gestão, reduzindo por essa via a dimensão dos problemas de agência.
- Eixo Y (base princípios de gestão financeira): os segmentos a sistematizar serão as tipologias de áreas de decisão no âmbito das competências e responsabilidades dos responsáveis pela gestão financeira de uma organização, seja numa perspectiva de decisões orientadas para o curto prazo, seja numa lógica de médio e longo prazo, seja numa perspectiva táctica seja na liderança e dinamização de temas estratégicos.

O objectivo é que o cruzamento desta dupla dimensão permitirá, com base na revisão da literatura analisada, gerar visibilidade sobre a real capacidade operacional e potencial interacção da função financeira nos mecanismos que as organizações exploraram para mitigar os riscos inventariados no âmbito do *Corporate Governance*, mas fazê-lo à luz daquilo que é o domínio e abrangência de competências onde o CFO se pode efectivamente movimentar na organização na qual usufrui de mandato para o fazer.

3.2 Contributos da teoria da agência

Conforme referido no ponto anterior, iremos neste ponto focalizar a construção do primeiro eixo com base na revisão dos mecanismos endógenos ou exógenos às empresas e aos agentes/principais e que são mencionados recorrentemente ou pelo menos como os mais significativos na literatura escolhida para o efeito. Mais uma vez a diversidade de fontes e autores potencia um leque alargado de contributos, sendo que por uma questão de maior orientação e focalização prática (até porque o tema deste documento não é a teoria da agência propriamente dita), elegeu-se como referências a obra “*Economics of Strategy*”, de Besanko, Dranove, Shanley e Schaefer (2007) e o *paper* “Corporate Governance: a Review of the Literature” (Jorge Farinha, 2003)

Mecanismos internos à empresa

- Accionistas de dimensão e institucionais: alguma literatura que se debruça sobre este tema, nomeadamente Demsetz (1983), Demsetz (1985), Shleifer e Vishny (1986), sublinha o facto de accionistas com posições significativas terem um maior incentivo a monitorizar de forma mais efectiva a gestão e desempenho das empresas, o que não só mitiga os riscos da relação agente-principal mas também tem efeitos positivos paralelo ao efeito *free-ride*¹² associada à dispersão accionista e cria barreiras adicionais (leia-se prémio) num cenário de *takeover*.
- Gestão da composição dos conselhos de administração: as responsabilidades destes órgãos, de acordo com Fama e Jensen (1983), passam pela ratificação de decisões da gestão e pela monitorização do desempenho dessa mesma gestão, pelo que a presença de membros externos e independentes tenderá a aumentar e potencial de controlo e avaliação do desempenho dos gestores, agindo como árbitros regulados pelo seu próprio mercado de trabalho e pela eficiência que aportam às organizações nas quais colaboram.

¹² “Free-riders” serão aqueles agentes que usufruem de mais do que a sua justa quota-parte de benefícios ou não suportam uma proporcionalidade justa de custo relativamente ao uso que têm de determinado recurso. Sendo o conceito de justo subjectivo, considera-se um problema económico apenas qual tal quando conduz à não produção ou sub-produção de determinado bem público (ineficiência de Pareto) ou quando conduz a uso excessivo de um determinado recurso comum.

- Acções detidas pelos próprios gestores (*inside ownership*): mecanismo simples mas eficaz na redução dos custos de agência baseado no princípio de quanto maior for a participação accionista dos gestores, maior o alinhamento das suas orientações com os interesses dos restantes accionistas, evitando situações como diferenças entre os horizontes temporais de retorno (operações de *management buyout* são tendencialmente positivas na diminuição dos custos de agência e induzem melhorias significativas no desempenho operacional, Kaplan (1989)). Existem limitações, no entanto, ao grau de aplicabilidade deste mecanismo, nomeadamente decorrente do facto dos gestores terem limites de riqueza necessária para efectivar este tipo de operação, apresentarem aversão ao risco na medida em que este mecanismo pode levar a uma elevada concentração do “portfolio” de activos dos gestores numa única aplicação (leia-se a empresa). Encontra-se evidência na literatura desta tendência (alterações no desempenho por via de mudanças no *inside ownership*, nomeadamente em Cole e Mehran (1998), havendo no entanto literatura que não encontra esta correlação positiva directa entre os dois factores, por exemplo Demsetz e Lehn (1985)).
- Políticas financeiras:
Ao nível da gestão da dívida, o papel do nível de endividamento na redução dos problemas de agência ocorre em primeira instância pelo facto de a utilização de dívida em detrimento de capitais próprios dos accionistas aumentar a posse da gestão e por isso contribui para o alinhamento desta com os accionistas (Jensen e Meckling, 1976). Uma outra vertente prende-se com o vínculo associado ao serviço da dívida que se torna necessário honrar, o que minimiza o problema dos *free cash-flows*¹³ (Jensen, 1986). Uma outra consequência é o aumento do risco de falência em caso de incumprimento do serviço da dívida, orientando pois o gestor para níveis de eficiência que evitem esta situação e os danos na sua reputação e carreira. Existem referências a outros aspectos associados ao endividamento e os custos de agência, nomeadamente o custo da dívida que incorpora custos de agência (Titman e Wessels, 1998 e Smith e Watts, 1992) ou a inflexibilidade de juros que penaliza a gestão óptima de risco (Goshn, 1995).

¹³ *Free cash flow* corresponde aos fluxos de tesouraria ocorridos durante um determinado período, deduzindo aos recebimentos (*inflows*) os pagamentos (*outflows*), permitindo aferir o valor que uma organização liberta para remunerar accionistas e financiadores (dependendo da forma de cálculo)

Um segundo domínio a explorar no campo das políticas financeiras prende-se com as políticas de dividendos: os contributos de diversos autores apontam no sentido de associar de forma material as opções das empresas a este nível e os problemas entre gestores e accionistas, nomeadamente o facto de níveis superiores de dividendos distribuídos aumenta a exposição à avaliação e análise por parte de *players* dos mercados financeiros (Easterbrook, 1984) e evita acções disciplinadoras por parte dos accionistas (Fluck, 1998 e Myers, 2000). Um outro factor relevante tem a ver com o facto de a alocação dos fundos disponíveis para a distribuição de resultados aos accionistas reduzir os fundos disponíveis para os gestores poderem investir em projectos que eventualmente não maximizem o valor para o accionista (Jensen, 1986).

- Pacotes de remuneração

Um veículo referido regularmente referido na literatura como potenciador do alinhamento entre as estruturas accionistas e de gestão, a par da monitorização do desempenho dos últimos, são os pacotes de remuneração. Na realidade, uma relação próxima entre a compensação dos gestores e o desempenho das empresas tenderia a alinhar interesses entre as partes (Jensen e Murphy, 1990), sendo que estes pacotes de retribuição tipicamente incluem um grau de indexação ao nível de dividendos, opções de compras de acções, participação nos lucros, compensações diferidas a médio prazo e mesmo prémios baseados em desempenho relativo e promoções.

Constata-se, paradoxalmente, que aquilo que seria um mecanismo numa primeira análise altamente eficaz e portando de uso generalizado, se revela na prática pouco eficiente, havendo mesmo estudos que indicam uma fraca aplicação em contratos de compensação de gestores de incentivos reais de gestão e apontam no sentido da utilização de modelos inconsistentes com abordagens contratuais optimizadoras (Jensen e Murphy, 1990). A explicação para este cenário, de acordo com os mesmo autores, reside em factores legais e políticos externos comuns a muitos países e Haubrich (1994) acrescenta a aversão a um nível elevado de risco que muitos gestores evidenciam, a qual inviabiliza contratos muito sensíveis a oscilações de desempenho das empresas.

Mecanismos externos à empresa

- Pressão competitiva: o factor concorrência entre empresas que coabitam num mesmo mercado é gerador de pressão sobre a gestão induzindo potencialmente níveis superiores de eficiência. Com efeito, em mercados concorrenciais, o custo da ineficiência teria um efeito penalizador do lucro económico das empresas que nele incorressem e por essa via estas seriam tendencialmente pressionadas no sentido de abandonarem a actividade (Besanko, *et al*). Por outro lado, eventuais distorções nos mercados (nomeadamente decorrentes de situações de concorrência imperfeita ou mesmo monopolistas) que geram posições de poder diferenciadas e desiguais entre empresas conduzem a que a pressão competitiva acabe por não ter o efeito de minimizar ou eliminar o problema da agência.
- Ameaça de aquisição: interligado com os mercados de capitais, a gestão sub-ótima de uma empresa tem como consequência que o seu valor neste mercado seja inferior àquele que seria caso estivéssemos na presença de um novo corpo gerente/administrador, o qual poderia avançar no âmbito de um processo de reorganização associado à entrada de novos accionistas, gerando novos patamares de eficiência e rendibilidade, conseguindo deste modo remunerar atractivamente o investimento realizado. No entanto, esta ameaça de aquisição nem sempre é eficaz no combate à ineficiência e desalinhamento da gestão, seja pela existência de mecanismos defensivos dissuasores, seja pela própria motivação de alguns accionistas para venderem as suas posições sabendo que posteriormente as suas posições valerão mais (problema do *free-ride*).
- Reputação dos gestores: a pressão decorrente do mercado de trabalho dos gestores é um factor com elevado peso e importância para estes, isto porque a ineficiência das empresas é facilmente associada à competência e qualidade dos seus gestores e, assim sendo, estes tenderão a querer pautar o seu desempenho por níveis de profissionalismo e rigor em prol da organização e dos seus resultados, permitindo deste modo evitar resistências de outros empregadores potenciais. Também aqui a eficácia da pressão da reputação se apresenta limitada, sobretudo devido a problemas de assimetria de informação, já que é pouco provável que terceiros conheçam com rigor os níveis reais de ineficiência dos agentes.

- Envolvente jurídico-legal: deve ainda ser referido o facto de o nível de eficiência de alguns mecanismos disciplinadores ser influenciado pelo enquadramento jurídico regulamentador vigente nos mercados em causa, algo particularmente notório no tema das aquisições hostis (cuja eficiência e custo é directamente influenciada pelo regime legal associado) e em outros aspectos da vida das empresas, como por exemplo exigências de organização interna, regulamentação ao nível de política de dividendos¹⁴, relato externo e *disclosure* de informação relevante.
- Analistas financeiros: parece hoje inquestionável que o papel dos analistas financeiros tem um efeito disciplinador e de monitorização sobre a gestão e desempenho das organizações, não só numa perspectiva de eles próprios gerarem informação (*guidance*) sobre perspectivas futuras que influenciam os *price-targets*¹⁵ e daí o valor de mercado das empresas, mas também a própria avaliação de risco que está embebida nas análises efectuadas é particularmente relevante no acesso e respectivos termos do financiamento externo (bancário ou outro) que é fundamental para, por exemplo, operacionalizar investimentos que sustentam a estratégia das empresas. Mais uma vez neste capítulo se referencia que em muitas organizações, por via da sua reduzida dimensão ou exposição aos mercados de capitais, esta fonte de pressão não funciona.
- Monitorização recíproca por gestores: este aspecto particular, relacionado com o tema da reputação e mercado de trabalho dos gestores, prende-se com o facto de cada nível de gestão influenciar o desempenho dos gestores que estão organizacionalmente posicionados acima e abaixo, pelo que cada gestor tenderá a exercer algum controlo sobre a estrutura executiva que os rodeia, levando mesmo à tendência para pressionarem alterações nas suas funções (assumindo funções superiores) como forma de potenciarem a eficiência e níveis de *performance* da organização em causa, o que por sua vez beneficia a reputação dos gestores (Fama, 1980 e Gilson, 1989).

¹⁴ Casos do Brasil, Chile, Colômbia, Grécia e Venezuela citados como países onde as empresas enfrentam regras obrigatórias de distribuição de dividendos

¹⁵ *Price-target* será o preço a que um vendedor antecipa que o comprador efectuará a compra de um produto (ou equivalente) - esta projecção é baseada no preço de mercado desse produto.

3.3 Contributos da gestão financeira

O segundo eixo estruturante está associado aos contributos da teoria da gestão financeira das organizações, reflectindo o âmbito de acção da função financeira nos processos globais de gestão das empresas, delimitando-se por essa via os principais domínios de intervenção que o CFO tutela quer numa perspectiva de curto prazo quer no que diz respeito a temas mais estruturantes e estratégicos tendencialmente mais de médio e longo prazo.

Importa, em primeiro lugar, definir o que é ‘Gestão Financeira’. Socorrendo-nos da bibliografia que servirá de base à estruturação deste capítulo, o trabalho de Ross, Westerfield e Jaffe (2008)¹⁶, diremos que a gestão financeira se centra genericamente no estudo das decisões financeiras assumidas na empresa, sendo que a função financeira propriamente dita consiste na preparação, assunção, execução e controlo das decisões financeiras na empresa, opções essas em larga medida associadas a opções entre a detenção de diversos tipos de activos (físicos ou monetários), opção essa orientada pelo objectivo de geração de lucro futuro ponderada pelo risco e incerteza subjacente – estas decisões têm tendencialmente uma relação directa com dimensões importantes da gestão financeira das empresas como seja a sua tesouraria (*focus* no curto prazo) ou a estrutura financeira (médio e longo prazo).

Em jeito de conclusão, podemos dizer que Gestão Financeira passa então por um conjunto de técnicas cujos objectivos principais consistem na obtenção regular e oportuna dos recursos financeiros necessários (internos e externos) ao funcionamento e desenvolvimento da empresa, ao menor custo possível e sem a alienação da sua independência e, assim como a análise e controlo da rendibilidade de todas as aplicações a que são afectos esses recursos.

De seguida sistematizaremos as áreas concretas de intervenção da gestão financeira, dividindo-as nas que apresentam uma perspectiva de curto prazo das que se posicionam como opções de médio e longo prazo.

16 Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield e Jeffrey Jaffe; Corporate Finance, McGraw-Hill

Gestão Financeira de Curto Prazo

A gestão financeira de curto prazo incorpora duas vertentes a explorar: a gestão do capital circulante e a da dívida a curto prazo (Hill e Sartoris, 1988). Relativamente à primeira, importa referir que o conceito de capital circulante se relaciona com os recursos financeiros disponíveis de liquidez imediata ou convertíveis em disponibilidades (activos correntes) deduzido das responsabilidades de curto prazo para com terceiros (passivos correntes), o que revela a componente operacional/quotidiana deste nível de gestão. Em paralelo, na medida em que o *cash conversion cycle* (processo de conversão no tempo de recursos em dinheiro) nem sempre permite gerar a liquidez necessária para fazer face às necessidades de exploração das empresas, o planeamento e gestão da dívida de curto prazo é um complemento incontornável no dia-a-dia das organizações. Claro está que subjacente a este exercício, a minimização do custo associado a operações de curto prazo e pagamentos/recebimentos externos não pode ser perdido de vista, já que a rentabilidade da empresa se mantém como um objectivo primário que os gestores perseguem.

Com base na literatura e conceitos/premissas referidos anteriormente, aprofunda-se agora cada uma das componentes essenciais da gestão financeira de curto prazo:

- Gestão de disponibilidades: as organizações procuram a cada momento posicionar o seu nível de liquidez imediata em níveis que lhe permitam fazer face às despesas e pagamentos regulares da sua actividade ao mesmo tempo que minimizam o custo associado à detenção desses fundos financeiros (já que tendencialmente as taxas de juro obtidas são inferiores ao retorno desse mesmo capital no negócio). Em paralelo, o próprio processo de análise e decisão sobre em que veículos aplicar o “cash” disponível também faz parte deste exercício.
- Gestão de existências: neste domínio importa a identificação do nível de stocks (seja de produtos acabados, intermédios ou matérias-primas) que permite a manutenção da produção e vendas sem riscos materiais de interrupção, mas que pressupõe o mínimo de investimento corrente associado (que penalizaria o valor acrescentado para o accionista via capital empregue), potenciando por esta via a geração de *cash-flows*.

- Gestão de créditos comerciais (clientes): as políticas de crédito e recebimento de clientes envolvem a definição de um posicionamento que por um lado assegure a adequabilidade e atractividade de condições de mercado para as entidades compradoras (potenciando vendas e margens) mas ao mesmo tempo garante que o impacto nos *cash-flows* recebidos e no *cash conversion cycle* é o mínimo possível, donde poderíamos dizer que uma política ideal a este nível igualaria o benefício marginal de mais um dia de crédito ao respectivo custo de marginal. De referir que no âmbito das políticas de crédito e recebimentos, são identificados quatro domínios estruturais a considerar pelas organizações:
 - Qualidade da conta: a integração e acompanhamento de clientes é fundamental para evitar quer o incumprimento que atrasos em recebimentos, pelo que a avaliação de crédito através de um conjunto de informação disponível (cujo acesso normalmente implica um custo) é um procedimento crucial para gerir adequadamente o risco financeiro das organizações e atribuir *plafonds* e termos de pagamento adequados à realidade avaliada protegendo a empresa e os seus accionistas.
 - Período de pagamento: número de dias facultado aos clientes para liquidarem as facturas que lhes são emitidas, algo que se por um lado é influenciado pela prática do mercado/sector (podendo portanto ser um factor diferenciador da empresa), ao mesmo tempo entra em linha de conta com o acréscimo do custo de capital subjacente a um maior nível médio de dívidas de terceiros no balanço.
 - Descontos de pagamento: com o objectivo de acelerar o recebimento dos clientes, gerir riscos de incumprimento e mesmo comerciais, pressupõe uma racionalidade financeira na solução efectuada, ou seja, o desconto concedido (custo) deve ser inferior à poupança associada a um menor capital empregue via redução de dívidas de terceiros (benefício).
 - Custos de recebimento: o recebimento de dívidas implica um esforço organizacional invariavelmente significativo, nomeadamente decorrente dos recursos alocados a efectuar contactos, gerir e reconciliar contas, contratar (e custear) seguros de crédito, avaliações prévias de risco e, no limite, custos com acções de natureza legal.

- Gestão de débitos comerciais (fornecedores): neste caso aplica-se o raciocínio oposto à gestão de créditos comerciais, ou seja, acréscimos no tempo de pagamento a fornecedores tem um impacto positivo no capital empregue (sua redução) e por isso um custo de capital inferior, com o risco de prejudicar condições comerciais e de fornecimento que as organizações querem evitar, o mesmo se aplicando aos descontos de pronto pagamento (relação custo/benefício financeiro a ponderar da mesma forma que exposto para clientes). Claro está que no domínio dos fornecedores existe marginalmente menos pressão relativamente à saúde financeira destes (desde que estejamos na presença de um mercado minimamente concorrencial e sem barreiras à substituição de parceiros), a capacidade impor prazos é muito indexada à lógica concorrencial e que os custos de processamento são claramente inferiores.
- Negociação de créditos bancários de curto prazo: a gestão financeira de curto prazo assenta em larga medida no financiamento junto de fornecedores do capital alocado a existências e mesmo a clientes, o que não só apresenta limites funcionais como fruto de circunstâncias regulares se revela insuficiente mesmo havendo disponibilidades ou fundos de reserva com elevada liquidez, pelo que as organizações acabam por ter que recorrer a empréstimos ou descobertos bancários de curto prazo para obter liquidez imediata, podendo ainda usufruir com o mesmo intuito a instrumentos financeiros mais ou menos complexos de conversão de créditos em *cash*, como seja o *factoring*¹⁷. De referir que as operações com um cariz de curto prazo apresentam tendencialmente um custo inferior comparativamente com operações de endividamento de médio e prazo longo, sendo que existem uma série de produtos financeiros à disposição das empresas que permitem responder a necessidades de liquidez imediata, nomeadamente contas correntes caucionadas, descobertos autorizados, emissão de papel comercial e “hot-moneys”¹⁸

¹⁷ Operação de financiamento por instituição financeira especializada na compra de créditos de curto prazo que as empresas detêm sobre os respectivos clientes ou outros devedores, podendo ou não essas instituições assumir o risco de incumprimento associado ao processo de cobrança que assumem.

¹⁸ Operação bancária de empréstimo a clientes (com acesso às salas de mercado) a curtíssimo prazo (pequeno número de dias) que visa atender a necessidades imediatas de caixa e tem como referencial a taxa CDI (Certificado de Depósito Interbancário) acrescida de um “spread” mais impostos.

- Elaboração de informações financeiras para fins internos e externos: os mecanismos internos e externos de reporte e controlo de gestão, direccionados para entidades reguladoras dos mercados de capitais, accionistas e investidores institucionais, banca comercial ou de investimento, gestão de topo ou até colaboradores, é uma área em que a função financeira assume protagonismo e de elevada responsabilidade pelo impacto que tem nos diversos interlocutores e parceiros da organização, devendo estes elementos pautar-se por padrões de solidez, credibilidade, transparência e coerência que permita consolidar a imagem e sobretudo o grau de confiança que constitui para a empresa um activo vital para o desenvolvimento do seu negócio. Assim sendo, teremos:
 - Informação de interacção interna: conjunto de elementos que circulam dentro das organizações ao nível dos seus quadros de gestão ou colaboradores e que permitem monitorizar o desempenho da empresa ao nível comercial, económico e financeiro, sendo que neste tema se reveste de particular importância a adopção de metodologias como o “Balanced Scorecard”¹⁹, já que esta tem na sua génese o alinhamento e controlo da execução da estratégia da empresa, algo que emana da sua gestão de topo e conselho de administração e que, por essa via, reflectirá em grande medida as opções dos principais accionistas;
 - Informação de interacção externa: muitas organizações, nomeadamente as cotadas e as fortemente alavancadas, estão sujeitas a um particular escrutínio externo que induz à produção (e acompanhamento) de dados de forma regular e aprofundada, dos quais destacamos:
 - relatório e contas (quer individuais e consolidados);
 - divulgações de resultados (sejam trimestrais ou anuais);
 - comunicados e esclarecimentos (ad-hoc, ex: CMVM)
 - dados analíticos e de análise de risco (banca e analistas);
 - projecções e previsões de curto prazo (cenários prospectivos);
 - planos estratégicos e informação societária.

¹⁹ Metodologia desenvolvida por Robert Kaplan e David Norton, da Harvard Business School, sendo um modelo de avaliação e acompanhamento do desempenho empresarial tendo por base a definição da estratégia da organização e o grau de atingimento na operacionalização da mesma, através do enfoque em quatro perspectivas que reflectem a visão e a estratégia: financeira, clientes, processos internos e aprendizagem e crescimento.

Gestão Financeira de Médio e Longo Prazo

- Investimentos em capital fixo

A política de investimentos pressupõe a definição prévia de um conjunto de objectivos e estratégias de médio e longo prazo, conduzindo a que a análise de investimentos e respectivo processo de tomada de decisão equacione três dimensões complementares: a rendibilidade do investimento, o seu risco e finalmente o modo de financiamento, tudo isto à luz do impacto global perspectivado na empresa em termos da manutenção de um desejável equilíbrio entre a autonomia financeira e o crescimento perspectivado, o que constitui um exercício de elevada dificuldade para os gestores à frente das organizações. A premissa base de que um investimento só deve ser efectuado caso não haja alternativas vantajosas para o mesmo nível de risco é um pilar desta temática, inserindo-se a decisão de investimento no planeamento global da empresa que passa pela análise crítica e iterativa dos meios necessários à sua efectivação (parâmetros endógenos) e o meio circundante (parâmetros exógenos).

Os meios internos ou endógenos incluem os meios humanos, comerciais, técnicos/produtivos, administrativos e financeiros existentes na empresa, os quais traduzem em paralelo o seu potencial de crescimento e as suas limitações. Os meios externos são particularmente relevantes porque os gestores estão condicionados na sua acção pela natureza e dimensão destes, pelo que o estudo do meio circundante reveste-se de particular importância, com destaque para a avaliação dos principais factores produtivos e produtos acabados (ou serviços).

Mediante a avaliação efectuada pelos gestores, o caminho a seguir em termos de desenvolvimento da empresa pode implicar alternativas que de forma diversa permitam operacionalizar a estratégia definida, nomeadamente:

- abandono de produtos ou serviços comercializados
- alteração de quotas de mercados
- diversificação geográfica e/ou do “portfolio” de produtos ou serviços
- segmentação e especialização por mercado ou produto
- operações de integração vertical ou horizontal
- operações de aquisição sobre outras sociedades (*takeovers*).

- Política de amortizações e provisões:

A política de amortizações tem impacto não só na rentabilidade da empresa mas também no próprio processo comercial de formação de preços, constituindo ainda um meio de auto-financiamento das organizações (na medida em que estes movimentos contabilísticos não têm qualquer fluxo de tesouraria associado, excepto eventuais efeitos fiscais caso os custos sejam aceites nesse âmbito), pelo que uma política equilibrada e responsável a este nível é fundamental para garantir a sustentabilidade da continuidade da empresa e da sua tesouraria, devendo os gestores evitar práticas casuísticas e oportunistas de manipulação de resultados por via deste expediente, algo que pode acontecer em situações limite de elevada pressão para geração de níveis de rentabilidade consentâneos com determinadas expectativas. No que diz respeito às provisões, estejam associadas a créditos duvidosos, depreciação de existências, desvalorizações de moeda ou imobilizações ou outras, estas estão intimamente relacionadas com o factor risco (riscos reais correntes e futuros com que a empresa tem que lidar, materializando pois em termos contabilísticos custos que podem ou não concretizar-se, integrando também assim o processo de auto-financiamento anual).

- Fixação da estrutura de capitais permanentes

O tema do balanceamento do nível de capitais próprios com capitais alheios exigíveis a médio e longo prazo tem por objectivo posicionar um cenário ideal que minimize o risco financeiro e o custo do capital, variáveis que influenciam de forma primária a autonomia financeira e o desenvolvimento da empresa. Na literatura, não é consensual a existência de um nível óptimo de uma estrutura financeira, havendo diferentes modelos e teorias conducentes à construção de uma resposta a esta questão (destaque para a teoria clássica, dos resultados líquidos, Modigliani e Miller²⁰ e finalmente a teoria Pecking Order²¹), sendo que genericamente são identificados alguns factores que influenciam a decisão adoptada, a saber:

²⁰ De acordo com este modelo, na ausência de impostos, custos de agência e falência, e com informação e mercados, o valor de uma empresa não é afectada pela forma como esta se financia nem pela sua política de dividendos, já que o custo médio do seu capital é indiferente a variações do *mix* de capitais utilizado.

²¹ Inicialmente desenvolvida por Donaldson (1961) e com o contributo posterior de Stewart e Majluf (1984) e Myers (1984), baseia-se no princípio do menor esforço ou resistência, ou seja, as empresas financiam-se primariamente internamente, depois através de endividamento externo (nomeadamente bancário) e apenas quando esgotadas estas primeiras vias, recorrem a capitais próprios dos accionistas.

- Características da empresa: a forma jurídica e dimensão, a natureza dos activos detidos, responsabilidades existentes sobre o património e a mentalidade e cultura dos accionistas, têm um efeito significativo na capacidade da empresa recorrer a crédito e aos mercados de capitais (assim como a disponibilidade dos sócios alterarem o capital social);
- Características dos mercados financeiros: condicionalismos de natureza concorrencial, fiscal ou orgânica dos mercados de capitais e de intermediários financeiros pode dificultar o acesso das empresas a crédito externo (médio e longo prazo), induzindo deste modo um maior recurso a capitais próprios sem considerar adequadamente a capacidade da empresa para gerar níveis de retorno adequados aos mesmos;
- Tesouraria de exploração: empresas com perspectivas frágeis terão maiores riscos financeiros e dificuldades no cumprimento do serviço da dívida, tendendo a estruturar a reforçar o recurso a capitais próprios;
- Rendibilidade dos capitais próprios: um maior recurso a capitais alheios potencia a rendibilidade dos capitais próprios, sugerindo um equilíbrio que minimiza o custo de capital e maximiza o valor da empresa, equilíbrio esse que pondera também o acréscimo de risco financeiro que esse endividamento acarreta (neste domínio, de referir a questão fiscal dos accionistas, que em situações de elevada tributação de dividendos podem preferir realizar mais valias em vez de receber retornos);
- Inflação: induz um aumento progressivo do custo dos investimentos em capital fixo, conduzindo à necessidade de reforçar capitais permanentes e adaptar a sua estrutura, a qual tenderá a um maior recurso ao crédito já que os accionistas resistirão a aumentos de capital;
- Risco e reserva financeira estratégica: a existência de risco de negócio (independente da estrutura de capital) e risco financeiro (dependente do risco de negócio e estrutura de capital) leva as empresas a assegurarem um nível mínimo de capitais próprios²² de forma a acomodarem futuras necessidades de dívida, tolerando algum risco financeiro que não comprometer a independência e sustentabilidade da organização a prazo.

²² No total de capitais (solvabilidade total) ou no financiamento dos seus activos (autonomia financeira).

- Política de distribuição de dividendos

A política de distribuição de dividendos está em grande medida relacionada com a questão de saber se os dividendos têm impacto no valor da empresa tendo em consideração a decisão de investimento a que está associada – se a empresa não tem oportunidades de investimento atractivas que gerem retorno superior ao exigido pelos accionistas, os fundos em excesso devem ser pagos como dividendos. Nesta medida, a questão fundamental é se os dividendos são um mero meio de distribuição de fundos não usados, já que se estes afectam o valor das acções então a empresa pode afectar a riqueza dos accionistas pela variação do rácio de pagamento de dividendos. Como corolário, haveria lugar a uma solução óptima de política de dividendos, o qual não poderia negligenciar questões estatutárias ou legais que também contribuem para a política adoptada.

Relativamente a esta temática, destacam-se os seguintes aspectos:

- o nível de distribuição de dividendos estará em princípio condicionado pelas necessidades financeiras das empresas para financiar oportunidades de expansão que a médio e longo prazo estão na base da rentabilidade sustentada da empresa e retorno dos seus capitais próprios
- os custos dos capitais próprios (dividendos entregues) não são fiscalmente dedutíveis ao nível da empresa, ao contrário do que acontece com os custos associados ao capital alheio, o que incitaria os gestores a recorrerem mais a este veículo de financiamento, o que acarreta o risco de poder conduzir as organizações a limitações ao nível de operações de aumento de capital e aumento adicional do financiamento externo
- uma gestão equilibrada de tesouraria pode condicionar a decisão dos pagamentos de dividendos aos accionistas (aplicável para distribuições em dinheiro, sendo que caso a opção seja por atribuição de acções a questão assume contornos distintos)
- a coerência/estabilidade temporal dos fluxos entregues aos accionistas contribui positivamente para a imagem e valor da empresa, facilitando-lhe o acesso aos mercados de capitais. A este respeito, uma nota para o

contributo de Asquith e Mullins (1983)²³, que exploram os efeitos dos primeiros anúncios de dividendos, concluindo que aumento destes tendencialmente implicam retornos em excesso para os accionistas

No que diz respeito à questão de o valor da empresa ser afectado pela política de distribuição de dividendos, encontra-se na literatura contributos antagónicos que de forma sintética podemos agrupar nos seguintes moldes:

- posição conservadora: considera que os mercados valorizam mais dividendos “versus” a retenção de resultados, conduzindo a que altos dividendos aumentam o valor da empresa²⁴
- posição radicalista: esta linha de pensamento defende que os dividendos são directa ou indirectamente tributados de forma mais pesada comparativamente às mais-valias, pelo que os accionistas prefeririam baixos dividendos que aumentariam o valor da empresa
- posição de Modigliani e Miller (1961)²⁵: a política de distribuição de dividendos é irrelevante desde que os mercados de capitais sejam perfeitos e se ignorem os impostos e custos de transacção dos títulos.

Uma nota para referir o modelo de Lintner (Brealey e Myers, 1998)²⁶, segundo o qual as empresas têm objectivos a longo prazo para os *payout ratios* e as alterações dos dividendos seguem a lógica de longo prazo dos lucros sustentáveis. Este modelo preconiza ainda que os gestores dão mais importância às alterações dos dividendos do que aos seus montantes e por outro lado mostram relutância em fomentar alterações reversíveis de dividendos.

Finalmente uma referência para o facto da questão fiscal dos investidores, nomeadamente na análise comparativa entre mais valias e dividendos, poder contribuir para influenciar também a política de distribuição de dividendos, referindo-se neste tema os contributos de Litzenberger e Ramiswamy (1979), Black e Scholes (1974) e Miller e Scholes (1978).

²³ Asquith, P. e Mullins, D., “The Impact of Initiating Dividend Payments on shareholders Wealth”, *Journal of Business*, 56 (Janeiro 1983).

²⁴ Graham, B. e Dodd, D., “Security Analysis: Principles and Techniques”, McGraw-Hill (1951).

²⁵ Miller, M. e Modigliani, F., “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”, *Journal of Business*, 34 (Outubro 1961).

²⁶ Brealey, R. e Myers, S., *Princípios de Finanças Empresariais*, McGraw-Hill (1992).

Capítulo IV – O papel do CFO no Corporate Governance

4.1 Sistematização do modelo operacional

A partir da estruturação e contributos percorridos nas duas secções anteriores, compila-se numa lógica matricial estes critérios de organização de responsabilidades (âmbitos de actuação) da função financeira, em paralelo com os mecanismos de intervenção que agregam as práticas orientadas para a redução e/ou eliminação dos riscos e custos associados à delegação de autoridade e mais genericamente ao *Corporate Governance*,

As quatro áreas resultantes, abaixo apresentadas, serão objecto de caracterização de forma conceptual e posteriormente detalhada, de forma a ilustrar aquilo que é a base deste trabalho: evidenciar a intervenção do CFO, no âmbito das suas funções, nos temas e mecanismos associados ao Governo das Sociedades, em particular o papel preponderante que se procura sistematizar no garante do desejado alinhamento entre accionistas e gestores, sobretudo num contexto económico tão desafiante como o actual.



Quadro 7. Modelo matricial Mecanismos *Governance*/Gestão Financeira

A ‘Gestão Operacional’ reflectirá uma intervenção da função financeira corrente que operacionaliza mecanismos com impacto material nos custos de agência no âmbito da própria empresa. A ‘Gestão Estratégica’ refere-se a mecanismos internos à organização influenciados por opções ou políticas financeiras de prazo superior. A ‘Envoltente Operacional’ está ligada à gestão corrente de processos externos à organização que caíam no domínio das finanças e que interajam com a relação agente-principal e a ‘Envoltente Estratégica’, por fim, sobre os domínios externos e de longo prazo.

4.2 Análise por segmento matricial

Gestão Operacional

O primeiro bloco designado por Gestão Operacional resulta da intersecção do conjunto de mecanismos internos derivados da Teoria da Agência e políticas financeiras de curto prazo anteriormente detalhadas, cujo grau de correlação percebido foi sistematizado no quadro abaixo apresentado, usando-se uma escala crescente de ‘imaterial’, ‘baixo’, ‘médio’ e ‘elevado’. Com base no mapeamento relacional efectuado, detalha-se de seguida, com maior profundidade, as áreas identificadas a cor, ou seja, com materialidade na interdependência e nexos de causalidade entre variáveis.

		Políticas Financeiras de CP					
		Gestão de disponibilidades	Gestão de existências	Gestão de créditos comerciais	Gestão de débitos comerciais	Negociação de crédito bancário de curto prazo	Informação financeira interna e externa
Mecanismos Internos	Accionistas de dimensão e institucionais	imaterial	imaterial	imaterial	imaterial	baixo	elevado
	Gestão da composição do conselho admin.	imaterial	imaterial	imaterial	imaterial	baixo	médio
	Acções detidas pelos próprios gestores	imaterial	imaterial	imaterial	imaterial	imaterial	médio
	Políticas financeiras (dívida e dividendos)	médio	imaterial	imaterial	imaterial	baixo	médio
	Pacotes de remuneração	imaterial	imaterial	imaterial	imaterial	imaterial	elevado

Quadro 8. Matriz de análise ‘Gestão Operacional’

Analisando a matriz apresentada, uma nota inicial para a relação entre as **políticas financeiras** e a **gestão das disponibilidades** e do **crédito de curto prazo**: a capacidade de honrar os compromissos assumidos ao nível do serviço da dívida aplica-se em operações de financiamento de médio e longo prazo mas também em créditos de curto prazo, o que está intimamente relacionado com uma gestão adequada de disponibilidades de liquidez imediata que permita fazer face atempadamente aos custos com o capital alheio contratado. A minimização dos custos de agência associados à gestão dos *free cash-flows* (Jensen, 1986) refere-se ao efeito positivo de uma maior alavancagem financeira que obriga a canalizar fundos para este fim, evitando a alocação destes a projectos cuja rendibilidade e valor para o accionista não permitiriam o seu financiamento por capitais próprios ou títulos de dívida.

Ainda no âmbito das **políticas financeiras**, não se pode dissociar o nível de **dividendos** pagos com o problema da **liquidez** necessária para efectuar os esses mesmos pagamentos, já que a empresa tem que dispor da liquidez necessária para o efeito. Adicionalmente, na medida em que se trata de uma liquidação não recorrente e tendencialmente de valor elevado, não associada a investimentos ou desenvolvimento do negócio, a utilização de reservas financeiras ou financiamento de prazo menos prolongado tende a ser privilegiada em detrimento operações de médio e longo prazo.

Relativamente à interacção das actividades de **financiamento de curto prazo** com a presença de **accionistas com posições significativas** e a presença de **membros externos nos conselhos de administração**, uma primeira nota para o facto de Demsetz (1985), Shleifer e Vishny (1986), Fama e Jensen (1983) referirem que estes factores contribuem para uma monitorização mais efectiva da organização e da sua gestão, evidenciando um primeiro nível de proximidade entre estas variáveis.

Adicionalmente, importa referir que o envolvimento das organizações com o sector bancário, quer em operações de longo prazo quer na multiplicidade de interacções quotidianas operacionais, potencia a relação de parceria e mútua dependência comercial e financeira, reforçando a propensão para um maior acompanhamento da vida societária das empresas pelos seus financiadores e por essa via a tendência de reforço da influência via fundos de investimento geridos por estas entidades bancárias pode ter lugar, contribuindo para uma maior concentração accionista e pressão para estes parceiros terem voz activa nos órgãos sociais.

Ainda a respeito do ponto anterior, e retomando o contributo de Charkman (1996) sobre modelos de governo societário, nomeadamente o Continental-Europeu (também designado por sistema de controlo pelos bancos), é claramente referido por este autor a participação activa de representantes da banca nos conselhos de administração (e por conseguinte nas decisões estratégicas) decorrentes de participações accionistas relevantes, o que contradiz o proposto pelo modelo Anglo-Saxónico cuja dispersão de participações de investidores inviabiliza este tipo de situação. Em paralelo, será de referir que os bancos agem frequentemente não só em nome das acções directas que possuem mas também sob mandato dos seus clientes particulares e das acções que estes detêm (Gorton e Schmid (1996) e Prigge (1998)).

Finalmente uma reflexão sobre o tema da **produção e divulgação de informação de gestão e financeira** para interlocutores internos e externos à empresa. A leitura da matriz apresentada evidencia uma proximidade e relevância transversal a todos os mecanismos internos mapeados, algo aliás único comparativamente com os pontos anteriormente abordados. Esta situação pode ser explicada pela relação agente-principal, na medida em que o último não tem acesso directo à produção da informação, e é fortemente condicionada pelos moldes em que se operacionaliza a partilha de elementos que permitem ajuizar sobre a qualidade da gestão, resultados da empresa, sustentabilidade e sobretudo alinhamento de interesses, aplicando-se esta lógica a qualquer que seja a linha horizontal da matriz analisada.

Detalhando o referido no parágrafo anterior, teremos então que a questão da produção e divulgação de informação assume diversos níveis de interacção:

- Accionistas de dimensão e institucionais: em primeiro lugar referir que parece pacífico o princípio de que o incentivo a monitorizar a gestão varia proporcionalmente com a dimensão das participações dos accionistas, levando a que a exigência sobre a quantidade e qualidade/profundidade da informação gerada pelos gestores seja crescente.

Na realidade, um accionista insatisfeito ou desconfortável com o nível de detalhe e compreensão que tem, tenderá a suspeitar da gestão, podendo mesmo colocar resistências em processos de recondução da equipa de gestão).

Neste âmbito, surge a questão que coloca a causa-efeito de forma oposta, ou seja, níveis de informação demasiado superficiais e vagos podem ser motivadores da vontade das estruturas accionistas reforçarem as suas participações para ganharem peso institucional, permitindo-lhes de forma mais efectiva exigir maior grau de esclarecimento e ao mesmo tempo maior alinhamento com os seus interesses.

Por outro lado, níveis muito elevados e transparentes de informação pode gerar a tendência de criar nos mercados de capitais um grau de confiança de tal forma elevado que os investidores poderão ponderar dispersar e diversificar o capital investido já que se lhes afigura como garantida a existência de custos de agência muito reduzidos.

- Composição dos Conselhos de Administração: aqui, à semelhança do ponto anterior, a motivação para colocar membros independentes poderá variar com a qualidade da informação emitida, via o mesmo racional anterior explanado;
- Acções detidas pelos gestores: os gestores ao assumirem posições accionistas tendencialmente tenderão a diminuir os custos de agência via uma maior comunhão de interesses com o accionista. Neste domínio, partindo do pressuposto que existe de facto desalinhamento e um custo material subjacente a comportamentos de gestão inconsistentes com o superior interesse da estrutura accionista, dir-se-ia que os gestores não tenderão a livremente adquirir/reforçar uma participação já que tal seria incongruente com a natureza do seu comportamento, pelo que a forma de ultrapassar esta dificuldade seria a inclusão nos pacotes de remuneração (mais especificamente na componente variável), a atribuição de acções ou *stock-options*. Para que tal aconteça, é condição imprescindível que os accionistas possuam um conhecimento da realidade da organização que lhes permita perceber os custos de agência em que estão a incorrer, informação e controlo sobre os elementos que permitem acompanhar o desempenho da gestão e garantias sobre a qualidade dos dados ‘publicados’, ou seja, o processo de divulgação de informação é incontornável.
- Políticas financeiras: a questão comunicacional e partilha de elementos internos da gestão da empresa é algo particularmente importante sobretudo na determinação da política de dividendos, isto porque os montantes alocados à remuneração dos accionistas por esta via carecem de um suporte explicativo que deve ser suficientemente forte de modo a assegurar que o mercado/accionistas não especulam sobre a possibilidade de estarem a obter o retorno possível e adequado sobre os seus investimentos, isto independentemente do grau de atractividade da remuneração paga. Imaginemos dois cenários extremos:
 - Cenário de pagamento de dividendo muito elevado: no caso de uma empresa distribuir uma percentagem dos seus resultados mais elevada do que o normal (*dividend payout ratio*) ou apresentar resultados de valor muito superior ao normal, importa perceber se a gestão não usou de forma indevida eventuais movimentos contabilísticos ou procedimentos de consolidação, se a empresa tem capacidade para financiar a liquidação

destes compromissos, se os interesses pessoais da gestão estão por detrás desta decisão (ex: dissuadir ameaças de *takeover* que coloquem em causa o seu mandato ou o cálculo de incentivos) e, numa outra perspectiva, se a própria afectação de fundos a este destino se afigura como a melhor opção, ou se existem projectos de desenvolvimento que justificariam maior nível de reservas livres e, por essa via, potenciar o auto-financiamento de projectos de investimento com taxas de retorno acima do custo de capital exigido pelo accionista (Jensen, 1986).

- Cenário de inexistência de distribuição de dividendos: de leitura e reacção mais imediata, uma *payout ratio* muito baixo, ou resultados líquidos anormalmente reduzidos, podem esconder interesses individuais, por exemplo, associados à quebra no valor das acções na bolsa de valores e daí facilitar um *takeover* em que a gestão tenha interesse mas que os accionistas actuais não. Uma outra situação tem a ver com a lógica crescente de rendimentos que é valorizada pelo mercado. Num ano negativo, a gestão pode deixar cair ao máximo os resultados para potenciar o crescimento nos exercícios subsequentes.
- Pacotes de remuneração: o estabelecimento de metas de curto, médio e longo prazo (sejam de desempenho interno sejam externas à gestão directa da organização), que estão na base da definição dos objectivos da gestão e de parte da sua compensação, depende em larga medida de informação interna sobre perspectivas de negócio, reservas e mecanismos de manipulação temporal de resultados, grandes contratos em fase de negociação e/ou conclusão, operações orgânicas de crescimento ou outros factores que sendo do domínio da gestão operacional, com elevada probabilidade não serão totalmente divulgadas de forma a acomodar um grau de confiança e conforto que permita aos gestores calibrar expectativas e, por essa via, potenciar os seus ganhos. Em paralelo, o conhecimento detalhado da situação quotidiana da empresa pode dar uma vantagem comparativa em processos negociais entre agente e principal ao primeiro, evitando este a inclusão de variáveis nos pacotes de remuneração que apresentem riscos ou incerteza do seu ponto de vista penalizador, prejudicando a partilha de risco que o accionista em certa medida procura.

Envolvente Operacional

O quadrante da ‘Envolvente Operacional’, que conjuga as políticas financeiras de curto prazo (à semelhança da área anteriormente explorada), mas agora com os mecanismos externos relacionados com a teoria da agência, conduz-nos à matriz abaixo apresentada a qual evidencia os pontos específicos de maior proximidade funcional entre aspectos concretos dos dois domínios (usamos a mesma escala de correlação e modelo gráfico).

		Políticas Financeiras de CP					
		Gestão de disponibilidades	Gestão de existências	Gestão de créditos comerciais	Gestão de débitos comerciais	Negociação de crédito bancário de curto prazo	Informação financeira interna e externa
Mecanismos Externos	Pressão competitiva	imaterial	imaterial	médio	médio	imaterial	baixo
	Ameaça de takeover	imaterial	imaterial	imaterial	imaterial	imaterial	elevado
	Reputação dos gestores	imaterial	imaterial	baixo	baixo	médio	elevado
	Envolvente jurídico legal	imaterial	imaterial	imaterial	imaterial	imaterial	médio
	Analistas Financeiros	imaterial	imaterial	baixo	médio	elevado	elevado
	Monitorização recíproca por gestores	imaterial	imaterial	imaterial	imaterial	imaterial	médio

Quadro 9. Matriz de análise ‘Envolvente Operacional’

Analisando em primeiro lugar o tema da **pressão competitiva** ao nível da concorrência, este factor está intimamente associado à política de pagamentos e recebimentos praticada pelas empresas, num duplo sentido: por um lado, sem dúvida que quanto maior a pressão competitiva despoletada por empresas concorrentes no mesmo mercado ou em mercados substitutos, maior será a tendência para as condições e termos de liquidação aplicados a clientes e fornecedores funcionarem como mecanismo diferenciador da proposta de valor entregue, ou seja, maior concorrência significa tendencialmente menos poder de mercado (mais oferta) em relação aos clientes e, portanto, piores condições de pagamento e, do lado dos fornecedores, maior procura para a mesma oferta, logo mais uma vez menor poder de mercado na aquisição de factores produtivos. Inversamente, as políticas de gestão de crédito e débitos comerciais também podem gerar maior ou menor grau de pressão competitiva, já que práticas mais ou menos agressivas de abordagem aos mercados podem gerar cadeias de respostas que potenciam uma competitividade inexistente.

Explorando agora a importância e o papel dos **analistas financeiros**, uma primeira nota desde logo para sublinhar a influência com vários dos processos financeiros, ainda que em graus diferenciados, a saber:

- Créditos comerciais: neste domínio, conforme anteriormente mencionado, sobretudo as condições de pagamento obtidas junto de fornecedores depende em muitos casos da avaliação de risco que estas empresas fazem do negócio dos seus clientes, sendo prática comum a consulta não só de instituições de análise de risco e/ou produção de informação financeira, mas também a notas de *research* provenientes de analistas financeiros que permitem avaliar a “saúde” financeira das organizações, sua sustentabilidade e solidez;
- Créditos bancários de curto prazo: na continuidade do referido no ponto anterior, as entidades bancárias mais do que qualquer outro parceiro de negócio das organizações, levam a cabo um processo de análise de risco que pese embora para operações de curto prazo incorpore uma tipologia de risco diferente de operações de médio e longo prazo, é indutor de variações nos *spread* praticados, ou outras condições contratuais, como garantias de cumprimento, cartas de conforto, prazos de amortização ou acesso a informação interna detalhada de exposição integrada por exemplo ao nível de descobertos bancários. Neste sentido, mais uma vez a opinião veiculada pelos analistas financeiros (que normalmente gozam de um capital de credibilidade e idoneidade assinalável) revela-se uma fonte de informação interna importante no mundo bancário. Por outro lado, a capacidade da empresa para assegurar um conjunto de mecanismos de financiamento de curto prazo que garanta uma gestão financeira quotidiana desafogada, sem penalizar custos financeiros e o integral cumprimento atempado das suas obrigações para com terceiros, tem um impacto positivo nas contas e desempenho da empresa que por sua vez se tenderá a reflectir nas análises produzidas por estes observadores;
- Informação financeira: esta área específica será endereçada de seguida para todos os mecanismos, referindo-se apenas que se, teoricamente, o acesso destes se limitaria a informação externa, com alguma regularidade é facultada informação de gestão interna que permita defender e sustentar argumentos da empresa, aprofundando por esta via o âmbito da relação estabelecida.

No que diz respeito à questão da **reputação dos gestores**, mais uma vez ressalta a transversalidade da proximidade deste factor disciplinador com as áreas abrangidas pela função financeira de curto prazo, importando realçar que na medida em que os gestores conseguem, nos processos negociais e sobretudo posteriormente, respeitar e honrar o disposto contratual ou informalmente com os parceiros comerciais ou bancários, é determinante na consolidação da sua imagem e credibilidade que alimenta a reputação no mercado, algo potencialmente gerador de oportunidades externas e, com elas, maior pressão para os accionistas reforçarem o custo de oportunidade do gestor numa eventual saída, ou seja, agirem sobre o seu pacote remuneratório para acompanharem a sua reputação e evitarem a probabilidade de sucesso numa abordagem por terceiros.

Finalmente uma reflexão sobre a **produção de informação financeira** interna e externa e respectiva partilha/divulgação, mais um tema onde o papel do CFO se revela fulcral na agilização dos procedimentos que convergem para a operacionalização dos modelos de *Governance* e por essa via alinham interesses com accionistas. Assim, teremos:

- Ao nível da ‘pressão competitiva’, esta variável será pouco sensível às informações financeiras veiculadas pelas empresas, pelo menos num horizonte temporal de curto prazo e em cenários estáveis de gestão corrente, ainda que seja admissível alterações tácticas da concorrência face, por exemplo, à divulgação de resultados operacionais fora do normal, grandes (des)investimentos ou operações de aumento de capital para reforçar capitais próprios;
- Na monitorização recíproca por gestores, a inevitável interdependência funcional que se estabelece dentro das empresas determina que níveis de desempenho inferiores em certas áreas acabem por penalizar transversalmente a organização. A produção e partilha de informação de gestão, sobretudo analítica interna, permite evidenciar o grau de cumprimento de objectivos e equilíbrio de esforços entre áreas, incentivando melhorias no desempenho e por consequência na eficiência da gestão, com impacto no alinhamento com os interesses dos accionistas. De igual modo, a monitorização externa entre gestores também ocorre, já que práticas condutas duvidosas que transpareçam da informação produzida (p.e. reservas em relatório e contas pelas entidades auditoras) podem gerar mecanismos de controlo e/ou denúncia junto de entidades reguladoras.

- Parece inegável que a envolvente jurídico-legal será materialmente influenciada pela informação e análise do conjunto de informação produzida pelas empresas, ainda que individualmente dificilmente uma empresa possa induzir alterações ao quadro legal que regula as actividades em que se movimenta (excepto em casos de elevado impacto e reveladores de situações tendencialmente transversais). Ainda assim, é um facto que nova regulamentação jurídico-legal tem muitas vezes um carácter reactivo face a realidades ocorridas e cuja visibilidade decorre de informações/análises gerados pelas próprias empresas, entidades reguladoras, analistas, agências de *rating*, associações sectoriais ou *opinion-makers*, pelo que se poderá concluir que a criticidade de certa informação ou recorrência da mesma tende a ter impactos, mais ou menos directos, nos mais diversos regulamentos e legislação que influencia a gestão das empresas.²⁷
- A reputação dos gestores está fortemente relacionada com a percepção e imagem destes junto das estruturas accionistas internas e externas e seus pares, sendo que a construção desta imagem e reputação decorre não só dos resultados objectivos alcançados mas também da forma como os mesmos são contextualizados e relativizados, nomeadamente articulando racionais explicativos que induzam uma leitura valorizadora do atingido ou calibrando expectativas externas e internas para reforçar a positividade de quaisquer resultados alcançados;
- Ao nível de uma potencial ameaça de takeover, a informação a que as potenciais empresas ou investidores interessados na empresa alvo acedem, está fortemente condicionada pela forma e conteúdo que a gestão das organizações utilizam para divulgar factos relevantes da vida das sociedades, na medida em que a ameaça será tanto maior quanto a percepção de um nível de ineficiência da actual gestão, sendo que esta tenderá a defender-se e limitar alguns elementos partilhados com accionistas e parceiros externos, reduzindo assim o risco de ver os seus mandatos não renovados no âmbito de um novo quadro accionista. Por outro lado, assume-se que este tipo de ameaça tem um efeito virtuoso disciplinador e que a produção de informação terá sempre níveis mínimos de rigor e qualidade

²⁷ A título de exemplo, algumas das directivas comunitárias que tiveram maior impacto nos mercados passaram para a lei nacional (código das sociedades comerciais e dos valores mobiliários) em 2006 e 2007, nomeadamente a directiva das OPA que foi transposta no ano das grandes ofertas públicas de aquisição, da Sonae sobre a PT e BCP sobre o BPI

fruto da exigência de entidades internas e externas, pelo que na prática o processo de informação de gestão tenderá a apontar condicionalismos exógenos à empresa que ‘explicam’ os resultados apresentados sem onerar a gestão interna. Por outro lado, não é raro a gestão proactivamente sensibilizar os accionistas para a evidência empírica da elevada taxa de insucesso de operações de fusão e aquisição, algo que diversos estudos têm vindo a provar²⁸.

- Finalmente o papel dos analistas financeiros: a interação com estes *players* (tradicionalmente a cargo do CFO ou do *Investor Relations* que reporta ao primeiro) apresenta uma elevada correlação com a informação financeira e de gestão produzida pelas empresas, já que se trata de elementos com elevados conhecimentos técnicos, uma capacidade de análise e colocação de temas sob perspectiva, agilizando comparações com pares e referenciais de mercado, tendo acesso à gestão de topo e com elevado impacto em questões tão sensíveis como *price targets*, avaliações de risco e da estratégia. Para além deste panorama, existe ainda o efeito multiplicador que analistas mais conceituados têm, sendo que as próprias *research notes* servem por vezes de base a estudos sectoriais ou regionais/nacionais – a conjugação destes factores implica que os fluxos de informação e esclarecimentos prestados pelas organizações seja muito cuidado, sujeito a forte revisão pela gestão de topo e em certos casos pelos próprios accionistas de referência.

²⁸ De acordo com Marks (1988) e Hunt (1988), a taxa de sucesso global de operações de fusão varia entre uns claramente pessimistas 23% nos Estados Unidos e aproximadamente 50% no Reino Unido. Ainda a este respeito, uma referência para o facto de na literatura se referirem em larga escala questões relacionadas com modelos organizacionais e de recursos humanos como factores preponderantes no insucesso de muitas das fusões analisadas, isto pelo facto de as empresas envolvidas negligenciarem estes domínios da gestão (Schuler e Jackson, 2001)

Gestão Estratégica

No domínio da ‘Gestão Estratégica’ associada à função financeira de médio e longo prazo, em conjugação com mecanismos internos abaixo identificados, teremos um cenário caracterizado por um padrão de correlações mais estáveis e estruturais na medida em que estão em causa decisões de gestão que tendencialmente acompanham a organização num horizonte temporal mais alargado – neste sentido, e com base no modelo matricial desagregado já anteriormente explanado, o quadro infra resume as interações mais relevantes identificadas.

		Políticas Financeiras de MLP			
		Investimentos em capital fixo	Política de amortizações e provisões	Fixação da estrutura de capitais permanentes	Política de distribuição de dividendos
Mecanismos Internos	Accionistas de dimensão e institucionais	imaterial	imaterial	baixo	elevado
	Gestão da composição do conselho admin.	imaterial	imaterial	baixo	médio
	Acções detidas pelos próprios gestores	imaterial	imaterial	baixo	médio
	Políticas financeiras (dívida e dividendos)	elevado	médio	elevado	elevado
	Pacotes de remuneração	imaterial	imaterial	imaterial	elevado

Quadro 10. Matriz de análise ‘Gestão Estratégica’

Começando pelas opções ao nível da **políticas de amortizações e provisões**, na medida em que níveis de endividamento adicionais tendem a gerar disciplina na gestão (conforme já visto), e sabendo-se que o auto-financiamento da empresa decorre em certa medida de um padrão de amortizações equilibrado, tenderá a haver neste domínio pressão do accionista para um grau de alavancagem financeira superior que potencia o financiamento da organização via capitais alheios, conduzindo a algum ‘facilitismo’ do lado das políticas de amortizações; por outro lado, taxas de amortização ou constituição de provisões demasiado brandas, que beneficiam a rendibilidade imediata da empresa mas penalizam o seu auto-financiamento e gestão do risco (algo que a gestão pode ser tentada a fazer para entregar um nível de dividendos em linha com as expectativas dos accionistas), induzirá potencialmente um desempenho artificialmente inflacionado, expondo a mesma a uma maior probabilidade de quebras a prazo dos níveis de rendibilidade e distribuição de dividendos, algo que o mercado e accionistas penalizam.

Em relação ao impacto que **decisões de investimento em capital fixo** têm nas políticas financeiras e vice-versa, sem dúvida que existe uma elevada interdependência entre estas duas vertentes, sendo que, tendo por premissas orientadoras que os accionistas tenderão a fomentar níveis de endividamento para disciplinar a gestão e em paralelo a valorizar estabilidade e sustentabilidade dos dividendos recebidos, a decisão de investir crescentemente em projectos de investimento (pressupondo a racionalidade subjacente de terem uma rendibilidade positiva para a empresa e accionista) conduz a:

- Ao nível do endividamento, esta dinâmica de mais investimentos tenderá a reforçar o recurso a capitais alheios (via escassez normal de recursos internos, efeito fiscal e gestão do risco), potenciando desta forma o alinhamento pretendido entre gestores e accionistas, o que tendencialmente acontecerá sobretudo em grandes projectos em que o *Project Finance* é muito importante;
- Em relação à distribuição de dividendos, será natural que a curva de retorno dos investimentos tenda a gerar cash-flows mais positivos em fases adiantadas dos projectos, pelo que os custos financeiros e amortizações dos primeiros anos serão penalizadores da rendibilidade da empresa e por essa via reduzindo os dividendos, quer em termos nominais, quer até em termos relativos (*payout ratio*). Claro está que esta diminuição, em projectos com um ROI (*return on investment*) superior ao custo do capital próprio, tenderá a gerar dividendos futuros reforçados e, no longo prazo, compensar o accionista. Por outro lado, se o “mix” de projectos tiver um efeito compensatório, este risco poderá ser mitigado pela conjugação de maturidades distintas entre projectos em fase de elevado retorno com outros que dão os primeiros passos, estabilizando os níveis e dinâmica dos dividendos, algo que para a gestão não é facilmente alcançável.

Sinteticamente, e em contraponto ao anteriormente referido, diríamos que a diminuição dos investimentos em capital fixo que potencialmente geram retornos elevados pressiona menos o recurso ao endividamento, reforçando a rendibilidade imediata com efeitos no nível de dividendos mas comprometendo o longo prazo e a sustentabilidade e mesmo a competitividade da organização, já que o investimento corrente tem um efeito de substituição sobre o padrão vigente de meios e recursos geradores de riqueza e valor acrescentado para o accionista, com efeitos visíveis a prazo (daí os gestores, tendo um horizonte temporal por vezes mais reduzido, poderem abdicar de certos investimentos).

No que diz respeito ao exercício de **fixação da estrutura de capitais permanentes** da empresa, constata-se neste domínio da função financeira pontos de contacto com a generalidade dos mecanismos internos identificados à luz da Teoria da Agência (ainda que em grau diferente), com excepção dos pacotes de remuneração onde se considera esta correlação relativamente imaterial quando comparada com as restantes.

Percorrendo os três mecanismos mapeados com nível baixo de interacção, teremos que o endividamento cria exposição acrescida a parceiros externos, nomeadamente bancários, o que potencia a sua representatividade em sede de órgãos sociais e estrutura accionista (directo ou indirecto, via mandato dos seus clientes), devendo-se ainda referir que com um maior peso relativo dos capitais alheios, a ‘posse’ informal da gestão sai reforçada e por essa via os mecanismos formais de detenção de acções pelos agentes poderão perder criticidade na medida em que o controlo sobre a gestão está reforçada pela disciplina da dívida (ainda que os accionistas quererão proteger-se do ganho de protagonismo dos financiadores externos e evitar excessivo alinhamento dos interesses dos gestores com estes parceiros e menos com eles próprios, pelo que poderão ainda assim apostar na atribuição de acções ou incentivar os agentes à sua aquisição).

Ao nível da relação entre a fixação da estrutura de capitais permanente com as políticas financeiras da empresa, podemos dividir a análise em dois níveis:

- Ao nível da dívida, a procura de um ponto de equilíbrio que minimize o custo de capital (através de mais endividamento externo), suportando um grau de risco financeiro comportável, implica um balanceamento entre capitais próprios e alheios que pode variar, por exemplo passando por reforçar os primeiros caso o risco vigente seja intolerável, reduzindo deste modo o mecanismo disciplinador da dívida via serviço da mesma ou ameaça de falência. Claro que o inverso também pode acontecer, sendo que aqui o crítico é que a estruturação de capitais não olha prioritariamente para o tema do alinhamento mas sim para o binómio risco/custo, podendo desta forma contribuir para um processo de decisão que secundariza o carácter disciplinador aparentemente ‘infinitamente’ crescente do endividamento. Como corolário do referido, a decisão do gestor poderá não alinhar com os interesses do accionista ou a equação não ser clara, já que dívida adicional acarreta efeitos contraditórios (alinhamento *versus* custo e risco).

- No que se refere aos dividendos, este mesmo exercício de combinação de capitais próprios com capitais alheios tem efeitos significativos sobretudo na medida em que eventuais reforços do peso dos capitais próprios tenderá a implicar um grau de exigência e monitorização por parte dos accionistas, que pretendem remunerar de forma atractiva os seus investimentos, pressionando a gestão para a geração de maiores resultados e rácios de distribuição agressivos, o que se por um lado tem subjacente uma lógica de alinhamento, acarreta o risco de orientar em demasia os objectivos para a entrega de dividendos e menos para o modo como os mesmos são alcançados.

Finalmente a temática da **política de distribuição de dividendos**, algo que se posiciona totalmente relacionável com os todos os mecanismos internos mapeados e com um grau de proximidade funcional muito assinalável em três deles. Explorando em primeiro lugar os mecanismos que se relacionam de forma menos intensa com este domínio da função financeira de médio e longo prazo, teremos:

- Em termos da gestão da composição do conselho de administração, parece razoável admitir que a presença de membros independentes externos tem um efeito positivo no grau de responsabilidade da gestão nas políticas seguidas, assim como na articulação equilibrada entre as expectativas e prioridades dos accionistas e da gestão, sendo que esta última, decorrente das opções que toma e forma como as comunica, tenderá a aumentar ou reduzir a probabilidade de os accionistas sentirem a necessidade de integrar estes elementos independentes para alinhar posições e interesses.
- No que diz respeito às acções detidas pela própria gestão, se é verdade que enquanto accionistas os gestores terão maior enfoque neste tipo de remuneração conjuntamente com a restante estrutura accionista, também é verdade que existe o risco material de, por estarem na posse de informação privilegiada quanto à capacidade de distribuição de dividendos, investirem e desinvestirem numa perspectiva de curto prazo (criando desalinhamento e tendo comportamentos oportunistas), no limite podendo agilizar um ciclo cumulativo de aquisições e vendas pelos quais tiram sequencialmente benefícios acrescidos.

Relativamente ao segundo bloco de interações entre o tema dos dividendos e as políticas financeiras, mapeado como mais profundo, teremos:

- Accionistas de dimensão e institucionais: neste caso, importa referir que este tipo de accionista tendencialmente tem uma postura de elevado rigor nos retornos exigidos (p.e. sociedades de capital de risco, fundos de investimento) ou uma clara perspectiva de longo prazo (parceiros estratégicos, accionistas familiares), pelo que a política de dividendos dever-se-á adaptar ao padrão de prioridades e flexibilidade que cada tipologia de accionistas tem, ou seja, e a título de exemplo, será mais provável que uma estrutura familiar ou um parceiro estratégico acomodem uma quebra significativa de dividendos num determinado período para suportar rendibilidades futuras de accionistas mais financeiros, que têm uma óptica de investimentos a x anos com cash-flows anuais planeados e cujas variações trazem risco material ao nível e *timing* do retorno esperado;
- Pacotes de remuneração: no que diz respeito a esta vertente, na medida em que o accionista pode agilizar mecanismos de compensação variável dos gestores em função do seu próprio retorno (dividendos recebidos), será razoável pensar que por um lado o principal tem potencialmente interesse em incluir esta vertente nos objectivos do agente (sobretudo se considerar a gestão pouco eficaz a este nível), e por outro lado, o gestor terá todo o interesse em assegurar uma política de dividendos que seja satisfatória para os beneficiários desta remuneração, passando ao accionista a percepção que os dividendos distribuídos são os que melhor reflectem a situação da empresa e sua sustentabilidade futura, evitando desta forma mecanismos formais de indexação da compensação remuneratória;
- Políticas financeiras – dívida: o acréscimo de disciplina e consequente alinhamento que níveis adicionais de dívida potenciam pode ser influenciado pelo grau de agressividade das políticas de dividendos praticadas, em primeiro lugar pela própria capacidade financeira para liquidar os resultados a distribuir e, por outro, porque elevados “payouts” de dividendos em termos nominais ou relativos pode exigir uma dinâmica de investimentos que incorpora um recurso a capitais alheios significativo, crescendo por esta via o risco financeiro e serviço da dívida, factores geradores de constrangimentos internos ao nível da gestão corrente das organizações.

- Políticas financeiras – dividendos: neste ponto em particular do domínio da função financeira existe uma elevada responsabilização desta área funcional relativamente à política de dividendos seguida, já que tratando-se da mesma matéria na realidade o gestor financeiro terá uma palavra essencial quer na política a seguir quer na sua operacionalização. No entanto, importa ressaltar com realismo que esta matéria incorpora um nível de sensibilidade e importância para as partes envolvidas que o próprio CEO assumira algum protagonismo no processo de tomada de decisão, já que em última análise este factor (nível de distribuição de dividendos) reflectirá, grosso modo, todo o trabalho desenvolvido pelas diversas componentes da organização das quais ele é o primeiro responsável, nomeadamente a financeira. Decorrente do anteriormente referido, qual será, portanto, o real papel da função financeira e do CFO? Tendencialmente, sugere-se que os responsáveis financeiros agilizam uma proposta base para apresentação ao CEO e eventualmente aos restantes membros executivos e conselho de administração, apresentando o respectivo racional justificativo, ou seja, estruturando uma proposta de resultados após impostos e alocação dos mesmos entre reservas (legais e livres) e distribuição aos accionistas, sustentando o cenário proposto por um princípio e análise rigorosa ao nível de:
 - Normativos e procedimentos contabilísticos e legais seguidos, sejam os vinculativos sejam os que permitem margem de decisão;
 - Sistematizar o valor acrescentado para o accionista implícito aos resultados obtidos, relativizando os ganhos operacionais após impostos pelo capital empregue e pelo custo ponderado deste;
 - Modelar cenários a prazo que enquadram os dividendos actuais num fluxo de médio e longo prazo, numa perspectiva responsável de crescimento sustentado e consolidado da organização;
 - Mapeamento de alternativas, nomeadamente a afectação de resultados ao financiamento de projectos de desenvolvimento com elevados ganhos e retorno futuro acrescido para o accionista;
 - Impacto fiscal na empresa, investidores e no mercado.

Envolvente Estratégica

O quarto e último quadrante representa a vertente menos operacional e menos directamente controlável pela própria organização, sejam gestores sejam accionistas, na medida em que alia questões de longo prazo com a envolvente externa e um conjunto de mecanismos cujo racional e modo de funcionamento está claramente sujeito à influência de outras entidades que interagem e condicional o seu âmbito e dimensão. Neste sentido, a sua relevância ganha ainda maior destaque já que o tipo de exercício de influência a agilizar ganha um carácter alternativo e complementar, colocando novos desafios às organizações. Em baixo a habitual matriz com síntese da análise que na continuidade deste ponto detalharemos.

		Políticas Financeiras de MLP			
		Investimentos em capital fixo	Política de amortizações e provisões	Fixação da estrutura de capitais permanentes	Política de distribuição de dividendos
Mecanismos Externos	Pressão competitiva	elevado	médio	imaterial	elevado
	Ameaça de takeover	médio	imaterial	elevado	elevado
	Reputação dos gestores	elevado	imaterial	imaterial	elevado
	Envolvente jurídico-legal	baixo	baixo	baixo	médio
	Analistas Financeiros	médio	médio	elevado	elevado
	Monitorização recíproca por gestores	imaterial	imaterial	imaterial	médio

Quadro 11. Matriz de análise 'Envolvente Estratégica'

Iniciando a análise pelas **políticas de amortizações e provisões**, podemos referir algum impacto na pressão competitiva já que a rendibilidade das empresas é um factor diferenciador determinante no seu posicionamento estratégico, ainda que se deva referir que decisões de curto prazo que privilegiem aumentos de resultados contabilísticos consumidos em redução de preços levem a resultados líquidos iguais mas *cash-flows* menores, conduzindo a um risco de auto-financiamento superior. Ainda neste domínio, uma nota para a referir o papel da envolvente (claramente o quadro jurídico-legal influencia mais do que é influenciado) e, finalmente, o mecanismo externo dos analistas financeiros, que prestam particular atenção ao rigor e responsabilidade que as empresas seguem nas taxas de amortização praticadas e sobretudo na prudência ao nível de constituição de provisões.

No que diz respeito ao impacto das decisões tomadas em sede de **investimentos em capital fixo**, apontam-se os seguintes aspectos:

- A envolvente jurídico-legal condiciona mais do que é condicionada pela realização de investimentos por parte das empresas, embora seja admissível que pela dimensão ou regularidade, investimentos possam implicar alguma pressão no sentido do legislador ou regulador rever a lei vigente que seja fortemente condicionada (negativamente) via quadro normativo aplicável;
- Relativamente as analistas financeiros, observa-se recorrentemente que grandes investimentos com impacto material no esforço de financiamento e rendibilidade das organizações são sujeitos a uma explicação proactiva e detalhada do respectivo racional estratégico/operacional e valor acrescentado por parte das empresas, modelando cenários de médio e longo prazo e ponderando o balanceamento do risco e retorno envolvido, num esforço para assegurar aos mercados a solidez e razoabilidade da decisão tomada e suas implicações, potenciando desta forma a incorporação dos acréscimos futuros no valor actual descontado, beneficiando *price targets* e *ratings*, entregando desta forma aos accionistas uma potencial valorização das suas acções;
- Ao nível da pressão competitiva, investimentos em capital fixo que reforcem a capacidade da empresa reforçar a sua posição competitiva no mercado (operacionalizando a estratégia definida), são potencialmente geradores de pressão competitiva induzindo os restantes *players* a responder também eles com acções tácticas ou estratégicas indutoras de um rebalanceamento de forças – este mecanismo, benéfico como um todo para o mercado e para os consumidores (gera eficiência e eficácia operacional, caso não haja condicionalismos exógenos), permite-nos concluir, simplisticamente, que bons investimentos geram pressão competitiva;
- Por último a reputação dos gestores e a ameaça de take-overs: no primeiro caso, referir que investimentos emblemáticos podem ficar associadas a certos mandatos de gestão e por aí projectarem uma imagem dos gestores que os beneficia. Em relação ao segundo aspecto, apenas uma referência para o facto de grandes investimentos com elevado risco, poderem fragilizar as empresas e limitar a sua sobrevivência, expondo-as ao risco de uma aquisição por terceiros.

Em terceiro lugar a questão da **estrutura de capitais permanentes**, algo que em termos da envolvente jurídico-legal apresenta alguma correlação mas essencialmente no sentido da segunda variável influenciar a primeira, sendo tal particularmente visível em sectores nos quais o peso dos capitais próprios é um factor decisivo para a própria operação (veja-se o caso da legislação relacionada com a construção, em que os alvarás são condicionados a determinados níveis de autonomia financeira). No entanto, e usando ainda este mesmo exemplo, verificou-se recentemente que o facto das empresas do sector da construção apresentarem dificuldades no recurso a capitais próprios adicionais necessários a recompor os balanços, a legislação vigente foi flexibilizada temporariamente de forma a acomodar as estruturas de capitais enfraquecidas pelo elevado grau de alavancagem e redução de rendibilidade.

Numa segunda vertente, referir que a opinião formada por analistas financeiros inclui uma avaliação crítica à solidez e adequabilidade do *mix* de capitais próprios e alheios que as empresas apresentam, quer numa perspectiva de curto quer pensando em horizontes temporários mais longos, isto em articulação com riscos, oportunidades e investimentos cuja conjugação permite a estes importantes intervenientes da vida de muitas organizações emitir a sua opinião que transmite aos investidores e financiadores uma importante mensagem sobre a robustez e sustentabilidade das empresas em causa, não só em termos absolutos mas também comparativamente com outros veículos alternativos receptores de investimento.

Finalmente, no que concerne à temática das potenciais ameaças de take-over, sem dúvida que o risco num cenário de elevado recurso a capitais alheios potencia esta exposição, na medida em que estes parceiros do negócio tenderão não só querer ser parte activa de decisões estratégicas e de gestão que possam ter impacto nos seus créditos (leia-se activos), mas em paralelo terão maior capacidade de pressão sobre os accionistas (mesmo que existam estruturas maioritárias estáveis e com controlo efectivo por uma única entidade colectiva ou individual) para aceitar cenários de propriedade alternativos, na medida em que o seu o volume de capitais em causa pode ser, inclusivamente, superior ao que está em causa nos accionistas 'formais'. A este respeito, a ameaça de não refinanciamento ou penalizações de condições contratuais caso a decisão do accionista não esteja alinhada com os detentores do capital alheio é bem real.

Por último a **política de distribuição de dividendos**. Neste capítulo das políticas financeiras de médio e longo prazo, devemos referir os seguintes aspectos:

- A envolvente jurídico-legal condiciona as práticas concretas de distribuição de resultados através de mecanismos de obrigatoriedade de reservas legais, sendo razoável admitir que na génese desses mecanismos esteja a intenção de prevenir a descapitalização das empresas ou práticas excessivas de remuneração dos accionistas. Nesta medida, situações concretas de empresas que de forma material promovam práticas consideradas danosas para a sustentabilidade a prazo das organizações (prejudicando os seus colaboradores e parceiros) podem conduzir as entidades competentes a reposicionarem o quadro jurídico aplicável;
- A monitorização recíproca por gestores pode ser reforçada por políticas de distribuição de dividendos menos ortodoxas ou desalinhas com as expectativas dos accionistas e outros gestores externos, sobretudo em casos manifestamente negativos ou desviantes de padrões razoáveis;
- Ao nível da pressão competitiva, esta vertente reflectirá também a capacidade de cada empresa entregar de forma consistente e sustentada níveis de dividendos atractivos, o que gera competitividade na captação de investidores institucionais ('seduzidos' por *cash-flows* históricos) e concorrência acrescida entre empresas, já que as diferentes estruturas accionistas tenderão a exigir dos seus gestores níveis similares e por aí potenciar o dinamismo com que o procuram, agilizando planos estratégicos e táticos com esse objectivo;
- A linha de raciocínio do ponto anterior aplica-se à reputação dos gestores, já que um *track-record* de elevados montantes e rácios de pagamento de dividendos beneficia a reputação e imagem percebida destes agentes junto de empresas concorrentes, que poderão considerar estes gestores como uma opção;
- Finalmente a ameaça de take-over e analistas financeiros: no primeiro caso, dividendos erráticos, baixos ou questionáveis podem gerar nas estruturas accionistas desconforto que se pode materializar numa predisposição para a vendas das participações detidas, isto para além de reduzir o preço de mercado da própria empresa, factores que aumenta esta ameaça. Em relação aos analistas, estes têm um papel activo neste domínio, na medida em que reflectem sobre a razoabilidade e sustentabilidade das práticas seguidas pelas empresas.

Capítulo V – Estudo de caso: Grupo Mota-Engil

5.1 Caracterização do Grupo Mota-Engil

Presente no panorama empresarial há mais de 60 anos o Grupo Mota-Engil é líder de mercado em Portugal no sector da construção civil e obras públicas, assentando a sua visão numa estratégia de crescimento, internacionalização e diversificação das suas actividades, vertida no seu plano estratégico “Ambição 2013”, integrando um conjunto alargado e multi-sectorial de negócios com níveis de desempenho alinhados com as melhores práticas internacionais e de mercado.

O Grupo Mota-Engil engloba três grandes Áreas de Negócio – Engenharia e Construção, Ambiente e Serviços (inclui Tertir, Indaqua e Suma) e Concessões de Transportes (Ascendi Group) - marcando presença em 19 países através das suas sucursais e empresas participadas espalhadas pelo mundo, com destaque para os interesses nos mercados externos de Angola, Moçambique, Polónia e Peru. O número médio de pessoal no ano de 2010 foi de 19.304, com o reforço claro nas empresas detidas no estrangeiro em contraponto a uma sensível redução no contingente alocado às empresas nacionais e respectivas sucursais.

Em termos de alguns indicadores chave relativos ao ano de 2010, o Grupo apresentou um volume de negócios consolidado na casa dos 2.005 milhões de euros, com níveis de rentabilidade EBITDA e EBIT de respectivamente 11,8 e 6,6%, potenciando um resultado líquido ajustado de 40,1 milhões de euros para um endividamento total de 907 milhões e um valor de carteira de encomendas superior a 900 milhões de euros. A estrutura accionista é dominada pela família Mota através da sociedade F.M, SGPS.

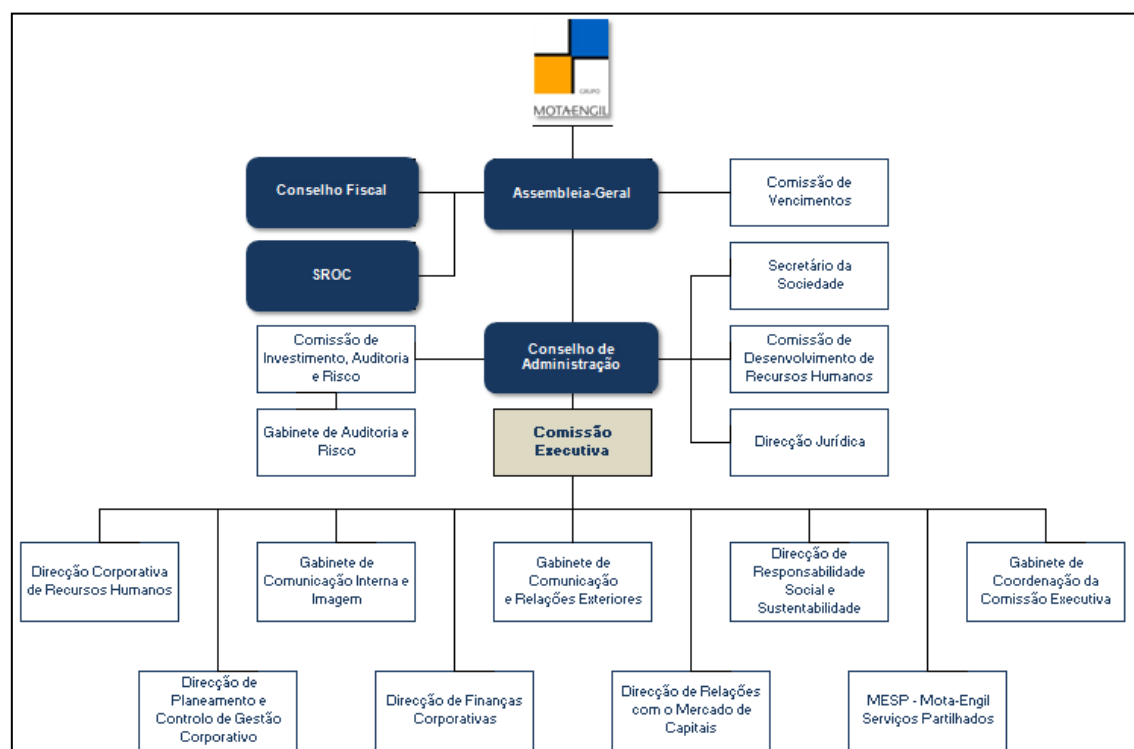
5.2 Modelo de Governo implementado

Com base no Relatório e Contas de 2010 publicado pelo Grupo Mota-Engil, mais especificamente no ‘Relatório sobre as Práticas de Governo Societário’, encontra-se informação detalhada sobre o modelo organizacional e funcional adoptado, nomeadamente discriminando a repartição de competências entre órgãos sociais, comissões e/ou departamentos, delegação de competências sobretudo associada à gestão operacional da sociedade, distribuição de pelouros entre membros titulares dos órgãos sociais e limites à abrangência do processo de delegação.

O Modelo de Governo seguido segue o chamado padrão ‘Latino’ ou ‘Clássico Reforçado’, composto por um Conselho de Administração, Conselho Fiscal e Revisor Oficial de Contas (que não faz parte de Conselho Fiscal).

De referir que esta tipologia de modelo de “Governance”, não referida na literatura percorrida no âmbito deste documento, tem como pano de fundo o Decreto-Lei n.º 76-A/2006 publicado em Março de 2006, pelo qual foram introduzidas importantes alterações ao Código das Sociedades Comerciais (CSC) no que respeita ao governo das sociedades, com destaque para o alargamento, para três, dos modelos de administração e fiscalização: modelo latino (Conselho de administração ou administrador único e Conselho fiscal ou fiscal único), modelo anglo-saxónico (Conselho de administração, Comissão de auditoria, Revisor oficial de contas) e o modelo germânico (Conselho de administração executivo ou administrador único, Conselho geral e de supervisão, Revisor oficial de contas).

Retomando o modelo de governo adoptado pelo Grupo Mota-Engil, apresenta-se em baixo esquema ilustrativo da estrutura actualmente vigente e respectivo enquadramento organizacional, sendo que se detalhará de seguida as principais linhas orientadoras ao nível de órgãos de administração, fiscalização e comissões especializadas.



Quadro 12. Modelo de Governo Grupo Mota-Engil

Previamente à análise dos órgãos de Administração e Fiscalização, uma nota para referir que a Assembleia Geral, enquanto órgão basilar do modelo, incorpora um conjunto de regras de funcionamento que são objecto de divulgação e partilha pública em temas essenciais para os accionistas da empresa tais como a composição do órgão, mandatos, bloqueio de acções, direitos de voto, acesso a actas e deliberações, interacção com a comissão de vencimentos e avaliação do desempenho dos gestores e administradores.

Órgãos de Administração: o Conselho de Administração da ME.SGPS é composto por quinze membros, dos quais sete exercem funções executivas através da chamada Comissão Executiva e os restantes oitos exercem funções não executivas. A Comissão executiva exerce os poderes (delegados pelo Conselho de Administração) relacionados com a gestão operacional das actividades da empresa mãe e suas participadas, em linha com as orientações, políticas e estratégia definidas pelo Conselho de Administração, quem tem competência exclusiva nestas matérias.

Órgãos de Fiscalização: a assembleia-geral do Grupo elege e designa, respectivamente, o Conselho Fiscal (actualmente composto por três membros efectivos) e o Revisor Oficial de Contas (ou Sociedade de ROC) que são as entidades fiscalizadoras cuja actuação é enquadrada pela legislação vigente e pelos próprios estatutos da empresa.

Comissões Especializadas: neste domínio destaque para existência de três comissões permanentes cujo funcionamento é orientado pelos seguintes princípios e objectivos:

- Comissão de Vencimentos: eleita pela assembleia-geral, define a política de remuneração dos titulares dos órgãos sociais fixando e controlando as respectivas remunerações, considerando para o efeito a função em causa, o desempenho individual dos membros e a situação económica da sociedade;
- Comissão de Investimento, Auditoria e Risco: promove a análise e avaliação de projectos de (des) investimento, novas áreas de negócio, operações financeiras e societárias. Em paralelo, cabe aos membros deste órgão sugerir ao Conselho de Administração políticas de investimento e risco de negócios e projectos;
- Comissão de Desenvolvimento de Recursos Humanos: coordena e orienta a implementação no Grupo de sistemas corporativos de captura e desenvolvimento de quadros, avaliação e incentivos, planos de carreiras, formação, recrutamento e selecção, motivação dos colaboradores e definição da cultura e valores-chave.

5.3 O papel do CFO

O posicionamento organizacional que o CFO assume no Grupo Mota-Engil, ao nível da Comissão Executiva do qual é membro, passa pela atribuição dos pelouros internos da Direcção de Planeamento e Controlo de Gestão Corporativo, Direcção de Finanças Corporativas e Direcção de Relações com o Mercado de Capitais, sendo que complementarmente, ao abrigo do modelo de Governo adoptado, o titular desta função tem assento na Comissão de Investimento, Auditoria e Risco e no Conselho de Administração do Grupo Martifer (na qual a Mota-Engil detém uma participação financeira de 37.5%), acumulando ainda com funções em diversos órgãos sociais de empresas do Grupo.

Na vertente operacional da gestão quotidiana do negócio, a par da preparação e participação presencial nas sessões quinzenais da comissão Executiva e reuniões da comissão especializada em que colabora, a coordenação das três direcções corporativas que tutela assume uma relevância e preponderância significativa nas prioridades da função, sendo que nos três domínios em causa são estabelecidas os seguintes processos e objectivos fundamentais:

- Planeamento e Controlo de Gestão Corporativo: apoiar a Comissão Executiva e “sub-holdings” através da disponibilização interna de informação de gestão de qualidade, promovendo e gerindo projectos que ajudem o Grupo a manter-se alinhado com a estratégia definida e preparando informação credível para a Investidores, Entidades de Supervisão e restantes “stakeholders”;
- Finanças Corporativas: apoiar a Comissão Executiva na definição da estratégia financeira e das políticas transversais de gestão financeira e de risco, coordenando a gestão dos recursos financeiros, mobilizando e apoiando na mobilização dos fundos necessários à prossecução da estratégia, assegurando a gestão da relação com instituições financeiras e prestando apoio especializado às empresas;
- Relações com o Mercado Financeiro: prestar informação, divulgar e esclarecer a comunidade financeira com os mais elevados padrões de qualidade, ética e rigor, com enfoque na divulgação da estratégia e na sua execução, tendo como objectivo a promoção de valor para os accionistas no longo prazo.

Tendo por enquadramento o anteriormente descrito, foi solicitado ao actual CFO do Grupo Mota-Engil um conjunto de esclarecimentos que permitam avaliar de forma detalhada a real participação da função e do titular nos processos de gestão que têm um impacto material no posicionamento de procedimentos que mitigam os custos de agência e que garantem maior alinhamento entre os accionistas e a gestão executiva da organização, apresentando-se de seguida os tópicos abordados e comentários obtidos.

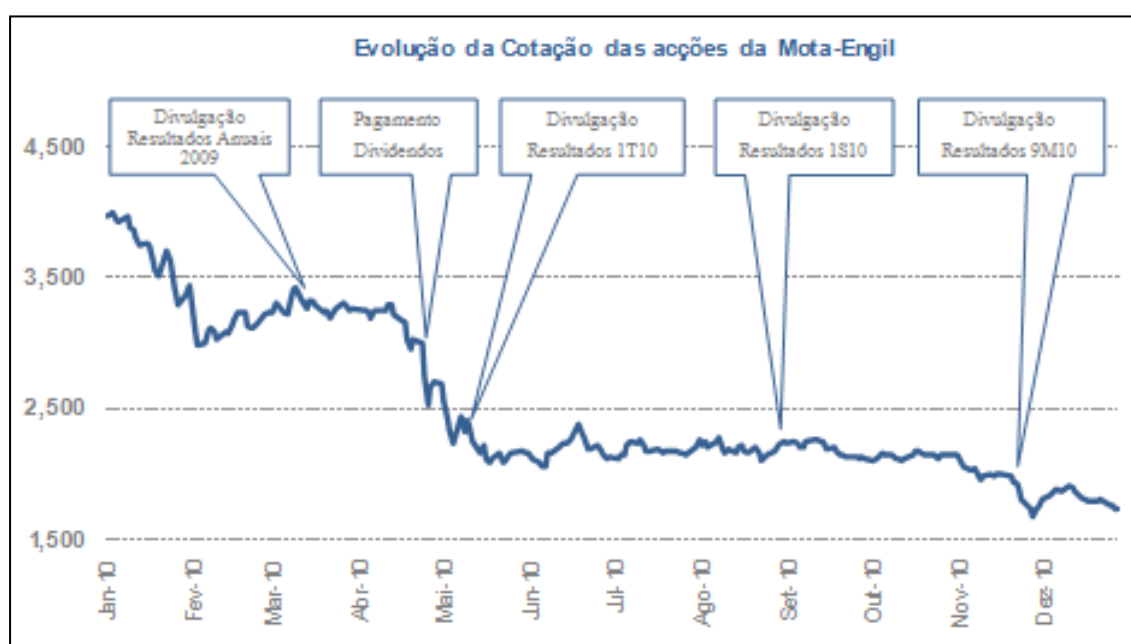
A primeira questão colocada averiguava a percepção do CFO sobre a existência da assunção da importância para a organização em garantir o alinhamento entre a gestão e o accionista. A resposta, afirmativa, diferenciou dois planos de análise: se por um lado a realidade das empresas portuguesas (em relação à qual a Mota-Engil não difere substancialmente), conduz os gestores a ponderar as decisões considerando obviamente todos os impactos nos diversos *stakeholders* mas dando grande importância aos accionistas (maioritário e no seu conjunto), de forma mais genérica ou teórica, pode-se sempre dizer que se trata de um princípio fundamental da teoria da gestão, pelo que o alinhamento com os objectivos do accionista se transforma quase num dogma.

Relativamente a que níveis e através de que mecanismos o CFO promove na sua organização este alinhamento, o titular desta função no Grupo Mota-Engil referiu que a forma como o alinhamento com o interesse e objectivos do accionista se concretiza não se dissocia do facto de este estar representado em vários órgãos de gestão, com destaque para o Conselho de Administração e a Comissão de Risco, referindo em paralelo que, a outro nível, o próprio sistema de informação e gestão da empresa se encontra orientado para a prossecução desse alinhamento, nomeadamente pela definição dos objectivos do *Balanced Scorecard*, com natural destaque para a perspectiva financeira.

No que diz respeito ao papel do CFO na construção do modelo adoptado e manutenção do processo instituído, foi referido que o responsável por estas áreas na Mota-Engil tem, por definição do modelo orgânico, responsabilidade nos processos fundamentais de definição estratégica, análise de risco, política de investimento e financiamento, relações com investidores e, portanto, é mais do que um agente decisor, fazendo parte das suas funções ser facilitador deste modelo e dos processos que permitem o alinhamento da gestão com os accionistas.

Sobre quais os principais riscos e oportunidades que o CFO tem neste domínio na sua organização, uma primeira nota do interlocutor referindo que, assumindo a necessidade de uma análise e conseqüente resposta a dois níveis (concreto e teórico), em ambos os casos sinaliza o facto de lhe parecer estarem em causa mais riscos do que oportunidades, neste domínio, para a função financeira e para o CFO em concreto. Em relação às oportunidades, refere que o modelo orgânico definido concentra várias funções, permitindo um equilíbrio e adequação dos modelos e procedimentos às características e necessidades do Grupo (ponderação entre risco e negócio, entre decisão de curto prazo e decisão estratégica, entre negócio e retorno, etc). Já no que se refere aos riscos, observa que será mais no patamar objectivo que o modelo se torna difícil de concretizar, já que implica tarefa árdua no combate ao enviesamento das decisões em função das necessidades e objectivos dos accionistas (mais um vez maioritários ou minoritários). De qualquer modo, também quanto a estes riscos, a crescente maturidade do modelo mitiga esse possível papel do CFO, recolocando-o no papel de facilitador.

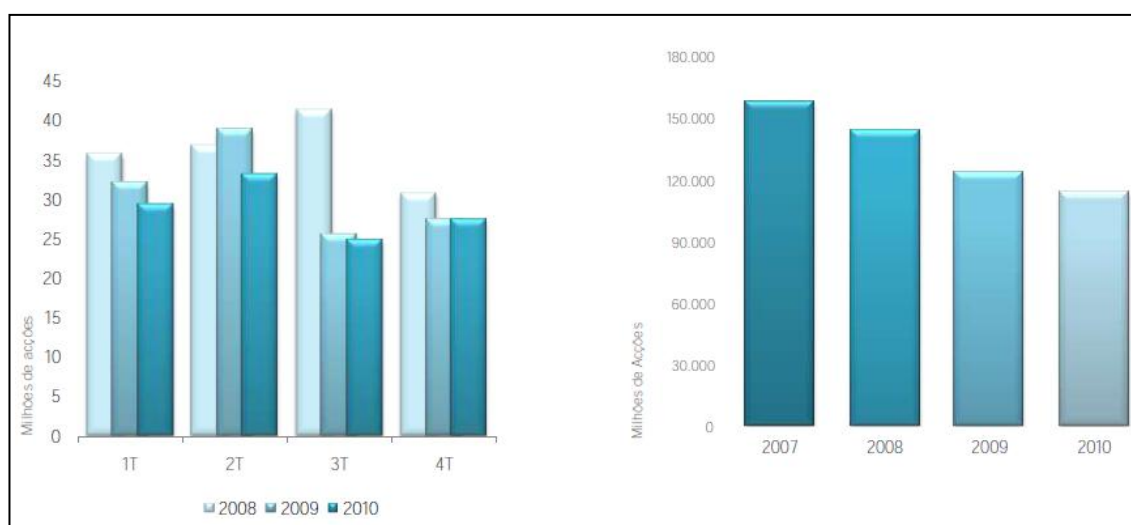
Fechado este ciclo de questões tendencialmente mais conceptuais, foi introduzida uma **questão prática deliberadamente mais direccionada**, que, dando visibilidade a um *output* concreto intimamente relacionado com a riqueza do accionista, permitiria avaliar na realidade o grau de interacção e capacidade prática de influência (quotidiana e estrutural) sobre esta variável: a evolução da cotação ME durante o ano de 2010.



Quadro 13. Evolução da cotação das acções Mota-Engil em 2010

Partindo da evolução da cotação das acções ME durante 1 ano (2010), representada pelo gráfico anterior, foram solicitados exemplos ilustrativos de acções, lideradas pelo CFO, com impacto material no comportamento desta variável. Esta questão, considerada pelo próprio, de certa forma ingrata na actual conjuntura e para este CFO em particular (decorrente do facto de exercer a função apenas desde meados de 2010), foi abordada da seguinte forma: mais do que o impacto imediato e absoluto na cotação, as principais acções acabaram por permitir, durante 2010, manter os volumes transaccionados em níveis relevantes face à fragilidade do mercado, em paralelo com resultados ao nível da própria cotação que registou uma performance relativa (nomeadamente face às principais congéneres europeias) bastante positiva. Assim, a consistência e coerência da estratégia e da mensagem transmitida pelo CFO, aos principais *stakeholders* (Analistas, Investidores e Banca) formatando-a quanto aos aspectos distintivos da estratégia e resultados do Grupo, é talvez o principal exemplo, aliás distintivo da Mota-Engil (e por isso premiado no passado). Assim foi, nos momentos das divulgações de resultados e também na formatação dos comunicados ao mercado.

Decorrente do comentado pelo administrador financeiro da Mota-Engil, analisando os volumes de acções transaccionados no período 2007-2010, constata-se que apesar do decréscimo nominal observado, relativizando este cenário com o contexto claramente desfavorável da envolvente económica nacional e do sector da construção em particular, o esforço comunicacional e de sensibilização do mercado e investidores aparenta ter na realidade tido um efeito minimizador positivo, sobretudo nos dois últimos trimestres.



Quadro 14. Evolução de títulos Mota-Engil transaccionados, 2007/8-2010

Uma área de reflexão ainda neste *case-study* prende-se com o facto da estrutura accionista do Grupo Mota-Engil ter um **núcleo accionista de cariz familiar** que controla de forma clara a maioria do capital e direitos de voto, assumindo um papel interventivo na gestão estratégica e em menor escala executiva, colocando-se a questão de saber se este enquadramento condiciona de forma material a função do CFO enquanto agente dinamizador do alinhamento entre as partes. A resposta a este ponto passa por três níveis de análise:

1. De um ponto de vista da estrutura organizacional adoptada, dir-se-ia que o modelo não potencia um grau de interacção que à partida condicione ou fomente menor eficácia e independência do titular do pelouro financeiro no exercício das suas funções, havendo um clara separação organizacional e funcional;
2. Ao nível dos dados recolhidos e do próprio discurso, a referência implícita ao peso ‘institucional’ do accionista é perceptível, permitindo inferir que, com algum grau de certeza, a acção e processo de tomada de decisão é na realidade influenciado pela existência de um accionista cuja liderança e importância relativa face aos demais detentores de capital social é notória;
3. Em terceiro lugar, um contributo académico que permite contextualizar o anteriormente exposto: de acordo com o *paper* “*Motives for Hiring Non-Family CFOs in Family Firms*” (Lutz, Schram e Achleitner, 2011)²⁹, analisando os motivos pelos quais empresas familiares contratam CFO independentes, e com base num inquérito a 195 empresas privadas alemãs de média dimensão, concluíram as autoras que este tipo de organização se decide contra a contratação de um CFO externo à família quando os seus objectivos de independência e controlo são elevados, reforçando ainda que estes accionistas não confiam que gestores externos ajam alinhados com as suas metas de crescimento de valor da empresa. No entanto, o estudo indica que estes mesmos accionistas admitem que gestores financeiros profissionais conseguem induzir uma redução do risco financeiro através do seu conhecimento e experiência, pelo que neste contexto acabam por equacionar a contratação destes recursos. Decorrente ainda destas conclusões, é dado destaque a esquemas de incentivos que garantam este equilíbrio entre perda de controlo e redução de risco.

²⁹ Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) & KfW Endowed Chair in Entrepreneurial Finance, TUM Business School, Technische Universität München

Um outro ponto que merece destaque prende-se com a constatação de que o Grupo Mota-Engil integra nos seus processos **metodologias e procedimentos potenciadores do alinhamento** de interesses entre a gestão e a estrutura accionista, nomeadamente através da metodologia *Balanced Scorecard* e de métricas de avaliação de resultados baseadas no conceito de *Value Based Management*, sendo particularmente importante a este respeito constatar o facto de o indicador utilizado pelo Grupo para medir o retorno do capital empregue (permitindo aferir o valor acrescentado gerado para o accionista) ser incluído no modelo corporativo de avaliação de desempenho como indicador transversal a todas as empresas cobertas por esta iniciativa, permitindo deste modo consolidar a importância do tema nos diversos níveis de gestão envolvidos.

Adicionalmente, referir que se constata, pela análise efectuada e dados recolhidos, que o CFO e áreas a cargo dinamizam funcionalmente **iniciativas de cariz organizacional**, de aplicabilidade transversal ao Grupo, geradoras de um efeito disciplinador sobre as diversas empresas e potenciadores de uma coerência corporativa que em muito contribui para o espírito e cultura de Grupo, algo que aproxima e concilia a gestão do accionista.

Decorrente do estudo e análise do modelo de Governo anteriormente exposto, assim como dos contributos directos do CFO do Grupo, e não antecipando a secção de conclusões globais deste documento que se segue, diríamos que, **compilando algumas ideias chave deste case-study**, estamos na presença de um modelo organizacional com uma arquitectura elaborada e estruturada, desenhada para em termos conceptuais garantir os mecanismos e processo de controlo e acompanhamento da gestão pela estrutura accionista, a qual, pelo facto de apresentar uma posição maioritária estável e de cariz familiar, apresenta um grau de presença e intervenção muito próxima da realidade quotidiana da organização. Adicionalmente, o CFO posiciona-se interventivo no domínio das boas práticas, risco, *compliance* e controlo de gestão, protagonizando temas sensíveis pelos quais se estabelecem a ponte com entidades externas escrutinadoras da performance e conformidade (muito via *Investor Relations*), e internas (accionistas e restantes quadros executivos, por exemplo dinamizando métricas de valor acrescentado), sendo curiosamente perceptível a coincidência de prioridades e orientações com as conclusões do estudo apresentado no início deste documento (ponto 1.3), o “Results of the 2010 IBM Global CFO Study”.

Capítulo VI – Conclusões

Percorrendo o exposto nas diversas secções deste estudo, passamos a enumerar a principais conclusões que a análise efectuada permite retirar:

- Elevado envolvimento real do CFO e da função financeira na operacionalização de vários mecanismos identificados como passíveis de mitigar os problemas subjacentes à relação agente-principal;
- O CFO surge como uma figura, no quadro empresarial, com menos visibilidade face ao CEO, nomeadamente em toda a literatura relacionada com a Teoria da Agência, ainda que em contraponto os temas financeiros acabem por ser referidos de forma directa ou indirecta, indiciando a pertinência da função neste âmbito;
- O actual contexto económico-financeiro, a par dos recentes escândalos no mundo empresarial, têm reforçado o tema do *Governance* e do *Compliance*, trazendo por essa via maior protagonismo aos responsáveis financeiros que em grande medida são os guardiões do relato financeiro e da sua solidez, peças incontornáveis destes temas;
- A crescente exposição aos mercados financeiros, analistas e investidores institucionais exige uma disponibilidade e preparação na articulação com estes parceiros cuja linguagem financeira, em larga medida, é dominada pelo CFO, reforçando também por esta razão a importância da sua intermediação;
- Constata-se que o CFO não tem o poder executivo último no processo de tomada de decisão em alguns aspectos estratégicos na vida das organizações (ex: política de dividendos, decisões de investimentos), mas o seu contributo e parecer, na medida em que incorpora um conhecimento e sensibilidade único nas empresas, acaba por ser incontornável para a gestão de topo e para o próprio accionista;
- O CFO, como qualquer outro gestor, também é passível de ter a sua agenda pessoal e prioridades, que podem não ser totalmente alinhadas com o interesse do accionista e do próprio CEO. Nesta medida, é interessante constatar como o domínio técnico específico dos temas que lidera acaba por ser um argumento e área de conforto comparativamente com os seus pares e estrutura accionista, o que já não acontece com interlocutores externos da mesma área funcional;

- O tema da comunicação, interna e externa, surge como muito importante: as capacidades negociais e explicativas agilizadas junto dos diversos parceiros, em temas financeiros e de gestão no qual o CFO é o rosto visível, é cada vez mais relevante em processos críticos como a avaliação de risco ou na negociação de condições de financiamento por entidades externas;
- Uma constatação muito importante é o facto de, em última análise, os mecanismos internos e externos identificados terem como objectivo que os gestores na sua acção criem valor para o accionista, o que pressupõe a capacidade de operacionalizar e disseminar na organização uma metodologia de cálculo e acompanhamento deste princípio, algo que é conseguido através de conceitos de *Value Based Management* (VBM) que incorporam alguma complexidade de natureza financeira (como cálculo da rendibilidade operacional pós efeito fiscal, capital empregue, custo ponderado do capital), colocando sobre a função financeira uma responsabilidade acrescida, mas em paralelo uma enorme oportunidade de se afirmar nas organizações como o veículo de alinhamento entre gestores e accionistas e fio condutor deste desígnio;
- O *case-study* Mota-Engil permite validar algumas das constatações e conclusões apresentadas, nomeadamente o papel fundamental na interlocução com o mercado financeiro e de capitais, em paralelo com a participação activa nos processos internos de gestão que zelam pela qualidade e rigor do reporte, práticas e procedimentos (legais, contabilísticas, fiscais), controlo de gestão e monitorização de metodologias que dão visibilidade/monitorizam o alinhamento com a estratégia e accionistas;
- Ainda decorrente do estudo de caso apresentado, uma referência para o facto de parecer defensável que as estruturas accionistas com um pendor fortemente familiar, comparativamente com organizações em que investidores institucionais assumem uma maior relevância, fruto da proximidade e ‘pessoalização’ da posse do capital que apresentam, geram um tipo de relacionamento e envolvimento com a gestão que condiciona de forma sensível o grau de autonomia da gestão, sobretudo a profissional não relacionada com a família.

Bibliografia

Alves, Carlos (2003), “Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidades, Condicionantes e Implicações”, Cap. 1 Tese Doutoramento, Faculdade de Economia do Porto.

Asquith, P. e Mullins, D., (1983), “The Impact of Initiating Dividend Payments on shareholders Wealth”, *Journal of Business*, Nº 56, pp. 77-96.

Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M. e Schaefer, S. (2007), *Economics of Strategy*, John Wiley & Sons.

Brealey, R. e Myers, S. (1992), *Princípios de Finanças Empresariais*, McGraw-Hill

Charkham, J. (1995), *Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries*, Oxford University Press.

CFO Asia Research Services e ACCA (the Association of Chartered Certified Accountants) (2006), “Corporate Governance, Business Ethics and the CFO”, CFO Publishing Corp, http://www2.accaglobal.com/documents/governance_ethics.pdf, acedido em 1 de Março de 2011.

Cruz, João (2007), *Governo e fiscalização das sociedades anónimas*, Revista TOC, Nº 83, pp. 54-56.

Demsetz, H., Lehn, K. (1985), “The structure of corporate ownership: causes and consequences”, *Journal of Political Economy*, Nº 93, pp. 1155–1177.

Fama, E. e Jensen, M. (1983). "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law & Economics*, University of Chicago Press, Nº 26(2), pp 301-325.

Fama, F. (1980), 'Agency Problems and The Theory of The Firm', *Journal of Political Economy*, Vol 88, Nº. 2, pp. 288-307.

Farinha, Jorge (2003), “Corporate Governance: a Review of the Literature”, CETE-Centro de Estudos de Economia Industrial, do Trabalho e da Empresa, Faculdade de Economia do Porto.

Feng, M., Ge, W., Luo, S. e Shevlin, T. (2010), “Why do CFOs become involved in material accounting manipulations?”, *Journal of Accounting and Economics*, Nº 51, pp. 21–36.

Gillan, S. (2006), “Recent Developments in Corporate Governance: an overview”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, Nº 3, pp. 381-402, Elsevier.

Gordon, G. e Schmid, F. (1996), “Universal Banking and The Performance of German Firms”, National Bureau of Economic Research, Inc,

Graham, B. e Dodd, D. (1951), *Security Analysis: Principles and Techniques*, McGraw-Hill.

Graham, Smart e Megginson (2010); *Corporate Finance: Linking Theory to What Companies Do*; South-Western College Pub.

Graham, J. (2011), “Using CFO Surveys as a Motivational Tool to Teach Corporate Finance”, *The Financial Review*, Nº46, pp. 193–205.

Grossman, S. e Hart, O. (1980), 'Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation', *Bell Journal of Economics*, Nº 11, pp. 42-64.

Hill, N. e Sartoris, W. (1988), *Short-term Financial Management*, Macmillan Publishing Company.

Hoitash, U., Hoitash, R., e Johnstone, K. (2009), “Internal Control Material Weaknesses, CFO Compensation, and the Moderating Effects of Corporate Governance, External Monitoring, and Firm Risk”, *Social Science Research Network – Corporate Governance & Finance eJournal*.

Jensen, M., e Meckling, W. (1976), “Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360.

Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, American Economic Association, Nº 76(2), pp 323-329.

Jensen, M. e Murphy, K. (1990), "CEO Incentives - It'S Not How Much You Pay, But How," *Journal of Applied Corporate Finance*, Morgan Stanley, Nº 3(3), pp 36-49.

John, K., e Senbet, W. (1998), "Corporate Governance and Board Effectiveness", *Journal of Banking and Finance*, Nº 22, pp. 371-403.

Kaplan, S. (1989), "Effects of Management Buyouts on Operations and Value", *Journal of Financial Economics*, Nº24, pp. 217-254.

Kaplan, S. e Norton, P. (1993), "Putting the Balanced Scorecard to Work", *Harvard Business Review*. Vol. 71, Nº 5, pp. 134-147.

Loughridge, Mark (2010), "The 2010 IBM Global CFO Study", <http://www-935.ibm.com/services/us/cfo/cfostudy2010/>, acedido em 1 de Março de 2011.

Lutz, E., Schraml, S. e Achleitner, A (2011), "Motives for Hiring Non-Family CFOs in Family Firms", Working Paper No. 2010-04, Center for Entrepreneurial and Financial Studies.

Miller, M. e Modigliani, F., (1961); "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, Nº 34, pp.411-433.

Myers S (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, Nº 39, pp 575-592.

Mota-Engil, Relatório e Contas Consolidadas (2010), <http://www.mota-engil.pt/InvestorBoard.aspx?contentId=131>, acedido em 15 de Maio de 2011.

Prigge, S. (1998), "A Survey of German Corporate Governance", em Hopt, K. et al. (eds.) "Comparative Corporate Governance – The State of The Art and Emerging Research", pp. 1045-1199, Oxford University Press

Ross, S., Westerfield, R. e Jaffe, J (2002); *Corporate Finance*, McGraw-Hill.

Silva, A., Vitorino, A., Alves, C., Cunha, J. e Monteiro, M. (2006), *Livro Branco Sobre Corporate Governance em Portugal*, Instituto Português de Corporate Governance

Shleifer, A e Vishny, R., “Large shareholders and corporate control”; *The Journal of Political Economy*, Vol. 94, Nº 3, Part 1., pp. 461-488.

Stadler, C., Matzler, K., Hinterhuber, H. e Renzl, B. (2006), “The CEO’s attitude towards the Shareholder value and the Stakeholder Model. A comparison between the Continental European and Anglo-Saxon Model”, *Problems and Perspectives in Management*, Vol. 4, Nº 3, pp. 41-48.

Van Horne, J.C. (1989), *Financial Management and Policy*, Prentice-Hall International Editions.

Weston, J., Sir, J, e Johnson, B. (2001), *Takeovers, Restructuring & Corporate Governance*, Prentice-Hall.