



## ENSAIO



### Rita Maltez

Advogada, sócia da Pares Advogados. A sua actividade profissional privilegia a assessoria jurídica a empresas, com especial incidência nas fusões e aquisições, e a assessoria a conselhos de administração no âmbito das relações societárias e do governo das sociedades. É autora do blogue O Governo das Sociedades e lecciona no Idefe/ISEG

# A voz dos donos

O ativismo acionista, que é escasso em Portugal, tem um contributo decisivo para a qualidade da governação das empresas e para a sua sustentabilidade

**A**s sociedades de capitais abertos pertencem, pela sua própria natureza, a muitos donos. Assim, o capital social dessas empresas é detido por distintas categorias de investidores que vão desde *holdings* familiares até aos pequenos investidores privados, que episodicamente se associam, passando por fundos de pensões internacionais, bancos e outras instituições financeiras ou “simples” multinacionais que se movem na mesma área de negócio das empresas detidas. Tal é assim, mesmo no nosso país, embora os *free floats* tendam a ser de reduzida dimensão, onde as empresas cotadas são detidas em percentagens muito significativas por investidores institucionais. E o resto? Qual é o valor da voz desses donos, quanto e como se ouve, e em que medida encontra eco na forma como essas empresas são geridas?

O ativismo acionista, salvo algumas exceções raras de que adiante falaremos, não é uma das atividades mais populares em Portugal o que, se é compreensível pela dimensão do mercado e pela nossa pouca tradição nessa matéria, não é por isso menos lamentável, pois é certo o seu contributo para uma melhor governação das empresas. Diria que, para usar uma expressão já com tradição em Portugal e que também aqui me parece corresponder à realidade, vivemos um “défice democrático”, na medida em que os “cidadãos” se excluem ou são excluídos da vida societária. Por duas razões de sentido contrário: os acionistas são pouco ativos; e quem governa as empresas não tem interesse nessa atividade.

O ativismo acionista é, ou deve ser, um dos mais importantes aspetos do *corporate governance* na medida em que é um elemento importantíssimo para a obtenção do equilíbrio nas relações entre proprietários e gestores das empresas, sendo esse mesmo equilíbrio o fim primeiro e último do *corporate governance*.

De facto, tendencialmente, nas sociedades de capitais abertos existe uma separação entre as qualidades de acionista e gestor. Se, por um lado se entende a importância, o interesse e até, em muitos casos, a inevitabilidade da separação da propriedade e da gestão, pois muita desta “propriedade” corresponde a um puro investimento de capital sem qualquer desejo ou capacidade por parte dos investidores de gestão das empresas em cujo capital participam, por outro, também se torna evidente que, muitas vezes, a concentração da gestão com a propriedade afastaria o investimento de terceiros, por receios vários como o conflito de interesses, por exemplo.

Isto quer dizer que sendo a gestão entregue a administrações independentes e profissionais, em teoria assegura-se uma condução de negócios mais isenta e concentrada no interesse da própria empresa, no estabelecimento de uma unidade económica estável e durável, por um lado, e que olha aos interesses dos distintos acionistas com idêntica isenção, assim assegurando, teoricamente, aos investidores um retorno seguro e uma proteção isenta dos seus interesses, logo potenciando um maior recurso dos investidores aos mercados de capitais, por outro. E é exatamente por



via desta desejável separação entre propriedade e gestão que o ativismo acionista é importante.

O ativismo acionista traduz-se, numa definição simples, na intervenção dos acionistas na vida societária com o objetivo de influenciar a gestão. Nas sociedades cotadas, pela total concentração do poder executivo nas administrações e dada a estreiteza das vias legais que permitem aos acionistas sem representação institucional promover discussões, debate e esclarecimentos sobre a gestão, o ativismo acionista é fulcral na proteção dos seus interesses.

Deve ser da tensão adequada entre acionistas e gestão que resulta a vida saudável da empresa. Daí a conveniência de uma administração competente, diligente e independente, apta a interpretar a vontade acionista por um lado e, por outro, a encontrar o ponto de equilíbrio certo entre essa vontade e o interesse de longo prazo da própria empresa, (não necessariamente coincidente, note-se, com o interesse individual dos acionistas). Excetuando casos de atuação puramente egoísta, o exercício adequado dos direitos dos acionistas (designadamente o exercício esclarecido do direito de voto e do direito à informação) beneficia as empresas, os investidores e, em última análise a economia.

#### **Falta escrutinar as administrações em Portugal**

Em Portugal, o tema do *corporate governance* tem sido chamado à vida pública numa única vertente e que é a que se prende com a forma como a administração das empresas é estruturada. Ou seja, em regra falamos

do modelo de governo, na perspetiva da configuração e estruturação das administrações e nada mais. Ora, da minha perspetiva tem igual ou maior importância a forma como se escrutina a atividade das administrações. E esse escrutínio, para lá dos órgãos e mecanismos de fiscalização internos e das auditorias externas, é, ou deve ser, feito também pelos acionistas, donos dessas empresas, sejam donos com 25% ou com 1%.

O exercício desta forma de "cidadania corporativa" é necessariamente distinto quando estamos perante um investidor institucional ou um investidor privado, isolado. Os investidores institucionais (fundos de pensões, fundos de investimento, seguradoras, e outros organismos de investimento coletivo) porque representam interesses de terceiros, encontram-se hoje condicionados por um conjunto vasto e complexo de normas e recomendações que lhes indicam o caminho a percorrer no exercício da sua condição de acionista das empresas participadas. No entanto, também aí, onde se poderia esperar uma mais intensa atividade, desde logo pela maior literacia, preparação e quantidade e qualidade de recursos especializados ao seu dispor, parece assistir-se a uma utilização escassa dos direitos acionistas.

Esta não é, aliás, uma situação exclusiva do nosso mercado, pois, por exemplo, em Inglaterra, e mesmo nos Estados Unidos, foi identificada a existência, mesmo entre os investidores institucionais, de muitos *careless owners* que não acompanham de todo a gestão das empresas, limitando-se a receber pacificamente os seus lucros e pouco mais. Assim ►

**ENSAIO**

## O ativismo acionista necessário e útil deve focar-se mais na qualidade da gestão de longo prazo das empresas do que no resultado financeiro imediato

► é que em Inglaterra foi, em 2010, aplicado o Stewardship Code, (que, não sendo o primeiro conjunto de recomendações nesta matéria, veio dar-lhe novo sentido, encontrando-se inclusivamente neste momento em fase de revisão), precisamente para incentivar e melhorar o exercício dos direitos dos acionistas investidores institucionais em especial no que respeita à monitorização da atividade das empresas participadas, por um lado, e na explicação aos seus representados da sua estratégia de detenção de participações sociais e na execução dessa mesma estratégia, por outro.

Igualmente a CMVM, naquela mesma linha, emitiu, em julho de 2010, um conjunto de "recomendações sobre o incentivo à participação em assembleia geral e exercício do direito de voto dos organismos de investimento coletivo" no qual se inverte os ditos organismos (OIC) a "assumir ativamente as suas responsabilidades quanto ao exercício diligente, eficiente e crítico dos direitos inerentes às ações detidas pelos OIC cuja gestão lhes seja confiada".

Todavia, o exercício dos direitos dos acionistas institucionais, mesmo em países onde existe um mercado de capitais vasto, exigente e experiente, mostra-se deficiente e, se conheceu particular desenvolvimento nos últimos anos com intervenções sérias no domínio da fixação das remunerações das administrações chegando mesmo a falar-se numa "primavera acionista", rapidamente se chegou a um verão sem grandes frutos. Muito provavelmente porque, como alguns alegam, a questão das remunerações foi utilizada de modo fútil e populista, desviando as atenções de problemas muito maiores e mais graves.

### A vida e rentabilidade das empresas a longo prazo

Há muitas outras áreas onde o ativismo acionista pode e deve ter intervenção e que se prendem de forma muito mais profunda e direta com a vida e rentabilidade das empresas a longo prazo: opções estratégicas de entradas em determinados mercados ou de realização de alianças, aquisições, fusões e cisões, adoção, alteração ou eliminação de medidas defensivas,

transações de partes relacionadas ou distribuição de dividendos. Mas também as questões de nomeações para os cargos sociais, de análise da *performance* das empresas, de gestão do risco, de matérias ambientais ou laborais, por exemplo, devem ser alvo de atenção dos acionistas e de intervenção quando se mostre necessário.

O ativismo acionista necessário e útil, e que se deve incentivar, deve focar-se na qualidade da gestão numa perspectiva de consolidação das empresas no longo prazo, mais do que no resultado financeiro imediato. Como se sabe, uma das causas imediatas da crise que atualmente vivemos foi a pouca vigilância sobre as administrações das empresas, designadamente as que desenvolvem a sua atividade na área financeira, e a pouca preocupação com a forma como os resultados eram obtidos. E essa preocupação devia estar na primeira linha da mente, quer dos governantes quer dos acionistas. No entanto, é sabido que quando os resultados são positivos a vigilância diminui, e em Portugal, mesmo quando não são muito satisfatórios, a vigilância é (ou era, espera-se) escassa. Sobre este tema da reação dos investidores institucionais à *performance* versa o trabalho de Carlos Alves e Victor Mendes, "A reação à *performance* e o ativismo dos investidores institucionais", publicado nos Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, onde se conclui pelos efeitos negativos da ausência de reação à *performance*, precisamente pelo aumento dos custos de agência, ou seja pelos custos resultantes do distanciamento de interesses entre gestão e acionistas.

Os investidores institucionais, por regra, pela sua dimensão e especial capacidade e competência, têm formas expeditas e mais fáceis de exercer os seus direitos acionistas e de, por essa forma, influenciarem a gestão. Desde logo, porque em muitos casos se encontram representados nos conselhos de administração, em regra em cargos não executivos (de supervisão ou auditoria). Por outro lado, pelo peso de que muitas vezes dispõem em termos de representação acionista, podem interpelar diretamente as administrações, mantendo reuniões sobre os temas que os preocupam



ou interessam, fazendo declarações públicas sobre alguns aspetos da vida das sociedades que entendam relevante, fazendo propostas em assembleia geral, solicitando a realização de assembleias gerais, etc.

### Pequenos acionistas sem poder

Em Portugal, temos exemplos recentes de acionistas institucionais que fizeram saber que também tinham ideias próprias quanto à estratégia a seguir pelas empresas participadas numa perspectiva de longo prazo e cuja prossecução pretendiam assegurar pela inclusão de representantes nos conselhos de administração. Esta é a uma forma de ativismo mais discreta e institucional que não se encontra ao alcance da generalidade dos pequenos acionistas a quem pouco mais resta do que comparecer nas assembleias gerais.

Os pequenos acionistas, em geral, não dispõem de poder de iniciativa, estando completamente ausentes dos acessos aos mecanismos de convocação de assembleias gerais ou de inclusão de assuntos nas ordens de trabalhos, bem como não dispõem em regra de informação mínima ou sequer capacidade de processar a informação disponibilizada. Acresce que muitas vezes, em assembleia geral lhes é negado o exercício de direitos acionistas.

Os mecanismos de que os pequenos acionistas dispõem para assegurar o exercício dos seus direitos são escassos e de difícil utilização. E, por outro lado, convém recordar o que já a este propósito dissemos: a predisposição para o exercício desses direitos é escassa. A este facto não será alheio o reduzido, para não dizer nulo, efeito resultante das intervenções de acionistas fora do núcleo dos acionistas de controlo.

No entanto, acredito que um mercado de capitais e, principalmente um mercado de capitais como o português, que agora é oferecido às PME não pode deixar de assegurar a todos os acionistas o exercício dos seus direitos e deve até atraí-los também por essa mesma forma. Um mercado transparente e sem particulares obstáculos ao exercício dos direitos dos acionistas é por certo mais capaz de atrair investidores do que um mercado opaco e onde, por regra,

os pequenos investidores são desconsiderados. A este propósito convém referir que não nos parece desejável estabelecer uma prática que permita a acionistas detentores de pouco expressivas percentagens de capital a perturbação permanente da atividade dos órgãos de gestão ou mesmo das assembleias gerais. Esta ressalva é tanto mais importante quanto é sabido que a maior parte das ações de pequenos acionistas a que assistimos no nosso mercado tem, como regra, o objetivo de obter um bom valor de alienação das suas próprias ações, mais do que assegurar uma boa gestão das empresas de que são acionistas.

Por isso mesmo, já em 2000, nos Cadernos de Valores Mobiliários, Carlos Alves coloca a questão de saber se: "Deverão os investidores institucionais envolver-se no governo das sociedades?", assim enunciando o problema: "Não tendo os pequenos acionistas, nem condições económicas, nem informação ou formação, para exercerem ativamente e conscientemente os seus direitos de controlo tendo em vista garantir que a sociedade é gerida no interesse de todos os acionistas que têm interesses legítimos, muitos têm apelado para que sejam os investidores institucionais a assumir esse papel." Embora este possa ser um caminho, diria que a intervenção anémica destes mesmos acionistas dá, só por si, a resposta.

Concluimos pois, respondendo à pergunta inicial: é débil e pouco ouvida a voz dos acionistas das nossas sociedades de capitais abertos. Mas são também evidentes as vantagens que dessa intervenção se podem obter. Deve, por isso, estimular-se o seu exercício, por um lado e, por outro, sensibilizar-se as administrações e os acionistas maioritários e/ou de referência para o potencial efeito positivo da participação acionista na vida das empresas. Penso que se justifica pois uma reflexão séria e profunda, quer pelas entidades responsáveis pelo processo legislativo e pela regulação e supervisão quer por parte dos investidores e dos empresários, sobre o estímulo à intervenção dos acionistas na gestão das empresas, assim tornado mais convidativo e apetecível o financiamento daquelas através do mercado de capitais. ●



**68**

Ensaio

**Rita Maltez**

A advogada, sócia da Pares Advogados e autora do blogue O Governo das Sociedades, expõe a importância do ativismo acionista, escasso em Portugal