

# Estudos em Honra de João Soares da Silva

Carlos Osório de Castro  
Coordenador

M  
—  
L

# Estudos em Honra de João Soares da Silva

2021

Carlos Osório de Castro  
(coord.)

**PAULO CÂMARA**  
**ADVOGADO**

Rua Garrett, n.º 64  
1200-204 Lisboa

Tel.: 21 093 30 00 – Fax: 21 093 30 01  
Cont. N.º 199 978 034 – Céd. P. 9993L

  
ALMEDINA

## 7. Governação societária e influência acionista: sinais de mudança

PAULO CÂMARA

### 1. Os catalisadores da mudança

I. O quadro de influência dos acionistas em relação à governação de sociedades anónimas encontra-se, em termos internacionais, a atravessar uma fase de profunda transformação. Revela-se importante compreender todos os fatores de mudança que se manifestam e se entrecruzam, na medida em que estes por seu turno também projetam sinais de alterações futuras.

Como é próprio da análise de governo societário, a análise que se fará aqui reveste um cunho eminentemente funcional, procurando antever de que modo as alterações registadas produzem um impacto no funcionamento das sociedades e no seu desenvolvimento<sup>1</sup>. Assim, não se fará uma reconstituição interpretativa de todas as normas jurídicas aqui envolvidas.

<sup>1</sup> REINIER KRAAKMAN/JOHN ARMOUR/PAUL DAVIES/LUCA ENRIQUES/HENRY HANSMANN/GERARD HERTIG/KLAUS HOPT/HIDEKI KANDA/MARIANA PARGENDLER/WOLF-GEORG RINGE/EDWARD ROCK, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* (2017), 3-4.

II. Apresenta-se preliminarmente o quadro das principais tendências que importa avaliar a este propósito seja do lado de novos desafios, seja das respostas que têm sido encontradas para lhes fazer face.

Da banda dos novos desafios, registam-se importantes alterações na estrutura de titularidade acionista, a revelarem uma percentagem maior de ações na titularidade de investidores institucionais<sup>2</sup>. Daqui resultam preocupações quanto ao grau de envolvimento acionista, que em certa medida se agravam com a proliferação de uma visão acionista de curto prazo (*short-termism*)<sup>3</sup> e a crescente erosão do princípio *one share-one vote*<sup>4</sup>. Paradoxalmente, porém, são também detetadas novas manifestações de ativismo acionista<sup>5</sup>.

Do lado das novas respostas, têm vindo a assumir renovado relevo os deveres dos acionistas<sup>6</sup>, entre os quais os deveres de lealdade<sup>7</sup> e o dever de adoção de política de envolvimento, a cargo dos investidores institucionais<sup>8</sup>. Registam-se ainda novas áreas de influência acionista<sup>9</sup> e a vinculação da sociedade a interesses extra-acionistas e a ponderações relacionadas com a sustentabilidade<sup>10</sup>.

O quadro apresentado combina tendências que se manifestam de modo contrastante e, em certos casos, em sentido contrário entre si. O diminuído ativismo acionista em relação aos bancos por ocasião da crise financeira contrasta com a nova vaga de maior ativismo na última década e com o surgimento de novas áreas de influência acionista. Por seu turno, a proliferação de uma abordagem acionista segundo interesses de curto prazo (*short-termism*) procura ser contrariada através da vinculação a deveres de lealdade e a deveres de fixação de políticas de envolvimento, que são estruturalmente de longo prazo.

Cada uma destas vertentes é, por si, merecedora de atenção. É por esta ordem de análise que se prossegue.

<sup>2</sup> Cfr. *infra*, 2 e 3.

<sup>3</sup> Cfr. *infra*, 4.

<sup>4</sup> Cfr. *infra*, 5.

<sup>5</sup> Cfr. *infra*, 6.

<sup>6</sup> Cfr. *infra*, 7.

<sup>7</sup> Cfr. *infra*, 8.

<sup>8</sup> Cfr. *infra*, 2 e 7.

<sup>9</sup> Cfr. *infra*, 9.

<sup>10</sup> Cfr. *infra*, 10.

## 2. Alterações na estrutura de titularidade acionista: a hegemonia dos intermediários

I. O primeiro estudo de referência sobre estruturas de titularidade acionista e a sua relação com a governação societária (intitulado *The Modern Corporation and Private Property*) retratou os EUA nos anos 1920 e edificou as bases da discussão sobre governação durante o resto do século. O relato feito por Berle e Means<sup>11</sup> documentava um quadro de acentuada pulverização acionista e uma consequente separação entre a titularidade acionista e o controlo. Como foi notado nessa obra emblemática: «*separation of ownership and control has become effective – a large body of security holders has been created who exercise virtually no control over the wealth they or their predecessors in interest have contributed to the enterprise*»<sup>12</sup>.

As sociedades com estas características (muitas vezes apelidadas de *sociedades Berle/Means*) apresentam feições próprias e implicam problemas de governação específicos. Ressalta, a um tempo, a insuficiência dos mecanismos de escrutínio ao alcance dos acionistas, a tendencial hipertrofia dos poderes dos membros da administração (*strong managers, weak owners*)<sup>13</sup> e o risco de divergência entre os interesses destes e os interesses dos acionistas<sup>14</sup>. Destes traços decorre ainda, do lado dos acionistas, um tendencial absentismo no exercício dos direitos sociais (*apatia racional*, em função da escassa percentagem do

<sup>11</sup> ADOLPH A. BERLE/GARDINER MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New Jersey (reedição de 1991, edição original de 1932).

<sup>12</sup> ADOLPH A. BERLE/GARDINER MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, cit., 6. Os comentários a esta obra são múltiplos, incluindo designadamente os seguintes: HENRY MANNE, “The publicly-held company as a market creation”, in *Collected Works of Henry Manne* (2009; o artigo original é de 1981), 209-214; WILLIAM BRATTON, “The Modern Corporation and Private Property Revisited: Gardiner Means and the administered price”, *ECGI Law WP* 443/2019 (2019); ROBERTA ROMANO, “Metapolitics and Corporate Law Reform”, *Stanford LR*, vol. 36 (1984), 923-1016 (936-1016); BRIAN CHEFFINS/STEVEN BANK, “Is Berle and Means Really a Myth?”, *ECGI Law WP* 121/2009 (2009); JENNIFER HILL, “Then and Now: Professor Berle and the unpredictable shareholder”, *ECGI Law WP* 163/2010 (2010).

<sup>13</sup> MARK ROE, *Strong Managers, Weak Owners. The Political Roots of Corporate Governance* (1994).

<sup>14</sup> «*The separation of ownership from control produces a condition where the interests of the owner and of ultimate manager may, and often do, diverge*»: ADOLPH A. BERLE/GARDINER MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, cit., 7. Sobre o tema, cfr. ainda STEPHEN BAINBRIDGE, “Shareholder Activism in the Obama Era”, *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper* 09-14 (2009), 5-10.