

[Uma leitura económica sobre] *Corporate Governance*

Carlos Francisco Alves

**Lisboa, Centro de Estudos Judiciários,
17 de Maio de 2013**

[Problema 1]

[Caso para Ponderação] Mudança da Sede da MasterCard.

In 1994, Eugene Lockhardt made his first big decision as CEO of MasterCard International: He moved MasterCard's operations out of 450,000 square feet Manhattan skyscraper to the suburbs. The new location, close to Greenwich, Connecticut, was predicted to save company between \$11 and \$15 million a year. [...]

Why did Mr. Lockhardt make this decision?

in Brickley et al. (2º Ed, p. 243)]

[Caso para Ponderação] Mudança da Sede da MasterCard.

In 1994, Eugene Lockhardt made his first big decision as CEO of MasterCard International: He moved MasterCard's operations out of 450,000 square feet Manhattan skyscraper to the suburbs. The new location, close to Greenwich, Connecticut, was predicted to save company between \$11 and \$15 million a year. [...]

Why did Mr. Lockhardt make this decision? **Purportedly, it was estimated \$250 million over 20 years.**

in Brickley et al. (2º Ed, p. 243)]

[Caso para Ponderação] Mudança da Sede da MasterCard.

In 1994, Eugene Lockhardt made his first big decision as CEO of MasterCard International: He moved MasterCard's operations out of 450,000 square feet Manhattan skyscraper to the suburbs. The new location, close to Greenwich, Connecticut, was predicted to save company between \$11 and \$15 million a year.

Instead, the direct savings were only between \$8 and \$10 million. Further, more than one-fifth the workforce quit. There has been no demonstrable increase in employee productivity, and relocation expenses of \$26 million were 24 percent higher than expected. Operating costs also were 12 percent higher than expected.

Why did Mr. Lockhardt make this decision? Purportedly, it was estimated \$250 million over 20 years.

in Brickley et al. (2^o Ed, p. 243)]

[Caso para Ponderação] Mudança da Sede da MasterCard

[...]

Why did Mr. Lockhardt make this decision? Purportedly, it was estimated \$250 million over 20 years. **However, 3 years after Mr. Lockhardt had left MasterCard for new job in California, some concede that the move was motivated by Mr. Lockhardt 's desire to be "an eight-iron shot from Greenwich," where he was an avid golfer.**

in Brickley et al. (2^o Ed, p. 243)]

Custos de Agência: O que os torna possíveis?

- (1) Assimetria de Informação**
- (2) Acções (ou Intenções) Escondidas**
- (3) Divergência de Interesses**

Separação entre Propriedade e Gestão [Agência]

«Os accionistas aprovam tudo – umas vezes porque o dividendo é magnífico, outras porque simplesmente confiam na apresentação que lhes é dada. E a Direcção e o Conselho Fiscal recebem os respectivos louvores. (...) Tudo está, pois, necessariamente certo.

Acontece, porém, que muitas vezes está errado.»

**[Fernando Pessoa & Francisco Caetano Dias,
"A Inutilidade dos Conselhos Fiscais e dos
Comissários do Governo nos Bancos e nas
Sociedades Anónimas", Revista de Comércio
e Contabilidade 1, 25 de Janeiro de 1926.]**

“Why do investors part with their money, and give it to managers, when both the theory and the evidence suggests that managers have enormous discretion about what is done with that money, often to the point of being able to expropriate much of it?”

[Shleifer e Vishny; 1997, p. 748]

Como assegurar que os gestores prosseguem os objectivos para que as empresas foram criadas e são mantidas? [Mecanismos de Corporate Governance**]**

[Problema 2]

[Admitindo] O Objectivo Único:

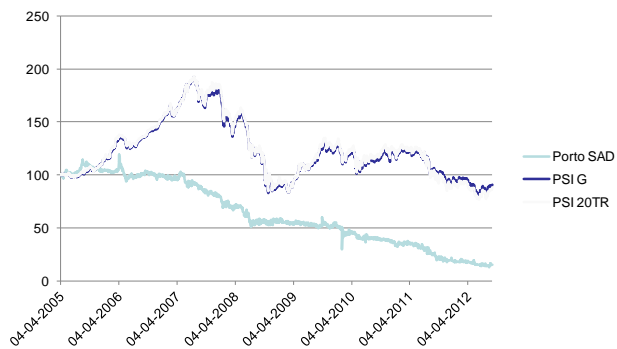
Maximização da Função Objectivo

[Sujeita à restrição do cumprimento da lei e dos contratos.]

Coase [substituição do mecanismo de preços pelo comando dos gestores, em certas circunstâncias, induz uma maior eficiência]

[Caso para Ponderação]

Sociedades Anónimas Desportivas



Desde a Admissão à Cotação:

Δ Porto SAD = - 84,98%

Δ PSI 20 TR = - 11,67%

Δ PSI Geral = - 8,92%.

[Campeonatos Nacionais:
2005/06, 2006/07, 2007/08,
2008/09, 2010/2011,
2011/2012]

[Taças de Portugal: 2005/06,
2008/09, 2009/2010,
2010/2011]

[Supertaças: 2005/06, 2008/09,
2009/10, 2010/11,
2011/2012]

[Liga Europa 2010/2011]

Carlos Alves – Corporate Governance

13

Teoria dos Stakeholders

Multiplicidade de Relações Contratuais

Múltiplas Relações de Agência

- (i) Accionistas e gestores;
- (ii) Credores e gestores;
- (iii) Trabalhadores e gestores;
- (iv) Fornecedores e clientes;
- (v) Governo e empresas.

Investimento Afundado dos Accionistas vs Relação Contratual dos Stakeholders.

Incompletude dos Contratos.

Carlos Alves – Corporate Governance

14

[Caso para Ponderação:] **Artigo 64º do CSC:**

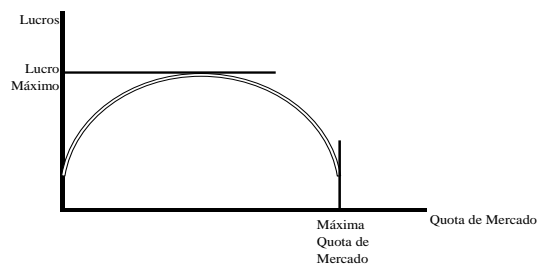
Deveres fundamentais

1—Os gerentes ou administradores da sociedade devem observar:

- a) Deveres de cuidado, revelando a disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da actividade da sociedade adequados às suas funções e empregando nesse âmbito a diligência de um gestor criterioso e ordenado; e
- b) Deveres de lealdade, **no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores.**

2—Os titulares de órgãos sociais com funções de fiscalização devem observar deveres de cuidado, empregando para o efeito elevados padrões de diligência profissional e deveres de lealdade, no interesse da sociedade.

Teoria dos Stakeholders



Múltiplos objectivos levam à confusão em matéria de aferição da performance.
[Se, *pe*, as vendas crescem mas os resultados caem, o desempenho foi positivo ou negativo?]

Múltiplos Objectivos Hierarquizados?

O objectivo principal deve ser o resultado corrente, ou deve ser a quota de mercado a merecer a prioridade?

Maximização do Valor e o Bem-Estar Social

Será que a maximização do valor leva ao máximo bem-estar, ou apenas é benéfica do ponto de vista individual?

O valor social é criado se os produtos são valorizados pelos consumidores acima do valor dos seus *inputs*. O valor das firmas é simplesmente o valor actual do valor de mercado (a longo prazo) da diferença entre o preço a que os consumidores valorizam os produtos e o custo de produção.

Condições: concorrência (espontânea ou regulada) e ausência de externalidades negativas

Teoria dos Stakeholders

I.2 Responsabilidade Social e Desenvolvimento Sustentável

Princípios:

Em torno das sociedades, além dos interesses dos seus accionistas, gravitam outros interesses legítimos, protegidos pela legislação e pelos contratos que os regulam. **Quando não existam, porém, mecanismos legislativos ou contratuais que os protejam eficazmente, as sociedades devem tomar em consideração esses outros interesses, norteados a sua actuação por adequados princípios de responsabilidade social e de sustentabilidade.**

Recomendações:

I.2.1 As sociedades devem ter uma política de responsabilidade social e uma política de desenvolvimento sustentável que se coadunem com os seus objectivos e estratégias, devendo ambas ser enunciadas de forma detalhada e submetidas à aprovação da Assembleia Geral (AG) no início de cada mandato e sempre que sejam objecto de alterações relevantes.

[Relatório Anual]

[Tentativas de Solução ou de Mitigação]

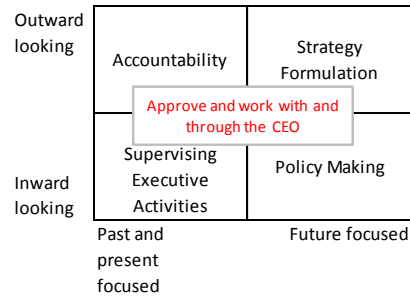
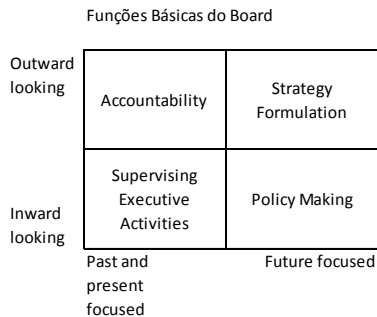
[#1 Separação entre o Governo e a Gestão]

Corporate Governance

Separação entre as funções do Board e do Management.

«Management runs the business; the board ensures that it is being well run in the right direction.»

Bob Tricker (2009)



Fonte: Tricker (2009)

Carlos Alves – Corporate Governance

21

Papel dos Não Executivos

[Caso para Ponderação:] **Livro Branco Sobre Corporate Governance em Portugal**

- 20) Os administradores não executivos, além de **conselheiros e decisores**, assumam um papel de **fiscalizadores, desafiadores e avaliadores** dos administradores executivos, devendo ainda zelar pela aplicação dos princípios de sustentabilidade e responsabilidade social assumidos pela empresa;
- 21) Os administradores não executivos **independentes** igualmente assumam o papel de defensores de todos os accionistas, designadamente procurando **evitar que os interesses dos pequenos accionistas sejam prejudicados em benefício dos interesses dos demais accionistas**;
- 22) Os administradores não executivos dediquem o **tempo e o esforço** necessários aos assuntos da empresa, de modo a assegurar um desempenho informado, eficiente e competente da sua missão;
- 23) Para reflectirem sobre o seu papel e sobre a forma como o têm vindo a desempenhar, os administradores não executivos **reúnam entre si**, enquanto grupo, pelo menos uma vez por ano.

Carlos Alves – Corporate Governance

22

[#2 Alinhamento de Interesses]

«Because compensation is tied to budgets and targets, **people are paid not for what they do but for what they do relative to some target**, which leads people to game the system by manipulating both the setting of the targets and how they meet their targets. These counterproductive target-based budget and compensation systems provide the fertile foundation for the damaging effects of the earnings management game with the capital markets.

Corporate managers and the financial markets have been playing a game similar to the budgeting game. **Just as managers' compensation suffer if they miss their internal targets, CEOs and CFOs know that the capital markets will punish the entire firm if they miss analysts' forecasts by as much as a penny.** And just as managers who meet or exceed their internal targets receive a bonus, the capital markets reward a firm with a premium for meeting or beating the analysts' expectations at quarter end. When a firm produces earnings that beat the consensus analyst forecast the stock price rises on average by 5.5%. For negative earnings surprises the stock price falls on average by –5.05%. Generally, the only way for managers to meet those expectations year in and year out is to cook their numbers, to mask the inherent uncertainty in their businesses.»

Michael C. Jensen,

ECGI Working Paper No. 39/2004 & Harvard University Working Paper No. 04-26, p.2.

[#3 Minimização da Assimetria de Informação]

Auditoria Externa:

«Há mister, pois, que deleguem em alguém a fiscalização que nem podem, nem em geral sabem, exercer. Delegá-la em Conselhos Fiscais equivale a delegá-la em ninguém, ou delegá-la na própria gerência a fiscalizar. Não, não há outra solução senão os *auditors*, os peritos contabilistas – competentes porque são técnicos, independentes porque não pertencem à Sociedade, e responsáveis criminalmente por abuso, ou mesmo desleixo, no exercício do seu cargo.»

[Fernando Pessoa & Francisco Caetano Dias, "A Inutilidade dos Conselhos Fiscais e dos Comissários do Governo nos Bancos e nas Sociedades Anónimas", Revista de Comércio e Contabilidade 1, 25 de Janeiro de 1926.]

[#4 Códigos de Bom Governo]

Boas Práticas [Práticas (em Geral) Tidas como Recomendáveis]

Comissão Executiva

Maioria de Administradores Não Executivos

[Conselheiros e Decisores + Fiscalizadores, Desafiadores e Avaliadores]

Administradores Independentes [dos Accionistas, dos AE e de Outros Interesses]

Chairman vs CEO

Dimensão

[Capacidade de supervisão e eficácia nas decisões]

Competência, Dedicação e Condições para o Exercício das Funções

[Qualificações Conhecidas e Adequadas]

[Ocupações Conhecidas]

Transparência sobre o Funcionamento

«*comply or explain*».

[#5 Reguladores (e outros *Stakekeepers*)]

Carlos Alves – Corporate Governance

29

Stakekeepers

Then there is another group containing those who are even further removed from the active, real **stakeholders**: the independent regulators, who have no stake in the firm but have influence and control. They impose regulations and constraints, while the firm has little reciprocal direct impact on them. I call these the stakekeepers [...].

A stakekeeper controls and signals [...]. **He keeps a stake for the stakeholders**. Governments tend to be the major generic stakekeeper. Specific stakekeepers include courts, regulatory agencies, certification organisations, independent evaluation bodies and laboratories.

Yves Fassin (Journal of Business Ethics, 2009, p.121)]

Carlos Alves – Corporate Governance

30

Papel da CMVM

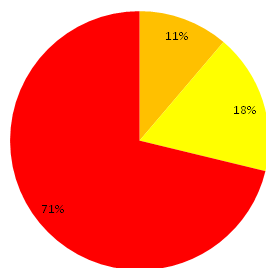
- I. O papel da CMVM na Publicação de Códigos de Bom Governo
- II. O Papel da CMVM na Supervisão da Informação [incluindo informação] sobre o Governo Societário
- III. As Recomendações da CMVM como Factor de Transformação das Práticas de Governo Societário

[A CMVM tem tido um papel (quase) exclusivo na publicação de Códigos de Bom Governo em Portugal.]

Carlos Alves – Corporate Governance

31

Papel da CMVM



- A sociedade não justifica
- A sociedade dá uma razão que não constitui explicação
- A sociedade não reconhece a não adopção

**Análise Global
do
Cumprimento
do Dever de
*Comply or
Explain***

Carlos Alves – Corporate Governance

32

Códigos de Boas Práticas [Portugal]

Probit model: COMPLY = f (SEC, SAD, PSI, NEW, YEAR)

[clustered standard errors and dummy-specific recommendation variables]

Variable	Coef.	Std. Error	z-Statistic		
Const	114.539	28.868	-3.97	***	COMPLY: 1 se cumpre e 0 em caso contrário;
SEC	0.123	0.089	1.37		SEC: 1 para IFs e 0 outros;
SAD	-0.179	0.215	-0.83		SAD: 1 para SAD e 0 outros;
NEW	-0.126	0.096	-1.31		PSI: 1 se pertence ao PSI20 e 0 em caso contrário;
PSI	0.567	0.067	8.52	***	
R1	0.859	0.091	9.45	***	NEW: 1 se listada à menos de 5 anos e 0 em caso contrário;
R2	-0.588	0.095	-6.16	***	
R3	1.687	0.111	15.15	***	YEAR: ano de observação.
R4	0.627	0.093	6.74	***	
YEAR	0.057	0.014	3.95	***	R1, R2, R3 e R4 variáveis binárias para recomendações específicas.
LR statistic (9 df) 643.65 ***					Obs:
McFadden R2 0.233					

[A probabilidade de cumprimento aumenta com o tempo.]

Carlos Alves – Corporate Governance

33

Bibliografia

Bibliografia:

- Alves, C. and C. Barbot (2007), "Do Low Cost Carriers Have Different Corporate Governance Models?", *Journal of Air Transport Management*, Vol. 13, nº 2, pp. 116-120.
- Alves, C. and V. Mendes (2004), "Corporate Governance Policy and Company Performance: The Case of Portugal", *Corporate Governance: an International Review*, Vol. 12, nº 3, pp. 290-301.
- Alves, C. and V. Mendes (2009); The Portuguese Corporate Governance Codes as a Factor of Changes in Rules and Practices; in: *Codes of Good Governance around the World*, Félix J. López Iturriaga (ed.), Nova Publishers; p. 317-352.
- Alves, Carlos Francisco (2005), *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*, Coimbra: Livraria Almedina, p. 484. [21@74] [*]
- Alves, Carlos Francisco (2007), "Uma Perspectiva Económica Sobre as (Novas) Regras de Corporate Governance do Código das Sociedades Comerciais", in: *Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura - A Reforma do Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra: Almedina, pp. 173-195.
- Jensen, M. (1986), «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers», *American Economic Review*, Vol. 76, nº 2, pp. 323-329.

Carlos Alves – Corporate Governance

34

Bibliografia

- Jensen, M. (2001), «Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function», *European Financial Management*, Vol. 7, nº3, pp. 297-317. [*]
- Jensen, M. (2004), « Agency Costs of Overvalued Equity», *ECGI Working Paper No. 39/2004* & *Harvard University Working Paper No. 04-26*, p.2. [*]
- Jong, A., D. DeJong, G. Mertens e P. Roosenboom (2005), «Royal Ahold: A Failure of Corporate Governance», *ECGI, Finance Working Paper Nº 67/2005*. [*]
- Mallin, Christine (2004), *Corporate Governance*, Oxford University Press, p. 217.
- Shleifer, A. e R. Vishny (1997), «A Survey of Corporate Governance», *Journal of Finance*, Vol. 52, nº 2, pp. 737-783. [*]
- Silva, A. S., A. Vitorino, C. F. Alves, J. A. Cunha e M. A. Monteiro (2006), *Livro Branco Sobre Corporate Governance em Portugal*, Lisboa: IPCG, p. 192. [9@64 e 135@162] [*]
- Tricker, B. (2009), *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, Oxford University Press, p. 431.

Bibliografia

- CMVM (2010), *Consolidação de Fontes Normativas e do Código de Governo das Sociedades*, www.cvm.pt. [*]
- Códigos de Bom Governo [de Todo o Mundo em]: http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php.
- IPCG (2010), *Projecto de Código de Bom Governo das Sociedades*, Instituto Português de Corporate Governance, www.cgov.pt.
- Kirkpatrick, Grant, (2009), *The Corporate Governance Lessons From the Financial Crisis*, Financial Market Trends, OCDE.
- OCDE (2004), *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*, OCDE.
- OCDE (2005), *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, OCDE Publishing.
- Recomendações do Comité de Basileia sobre Corporate Governance.

OBS.: [*] Significa Leitura Fortemente Recomendada

Obrigado.