

## DOUTRINA

### **O GOVERNO DAS SOCIEDADES COTADAS (CORPORATE GOVERNANCE) EM ESPANHA: O RELATÓRIO OLIVENCIA\***

---

.....  
\* Tradução do texto revisto e actualizado (em fevereiro de 2000) da conferência que, com o mesmo título, proferiu o autor na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra em 18 de novembro de 1999, na qual se pretendeu dar uma visão de conjunto e de síntese do processo *corporate governance* e de seus reflexos até a data em Espanha. Sem deixar de manter o tom habitual das conferências, considerou-se oportuno juntar em notas.



---

Luis Antonio Velasco San Pedro\*

---

## 1 *Corporate Governance*

O processo que se conhece por *corporate governance* ou, em português, governo das sociedades cotadas, tem sido sem dúvida um tema em moda nos anos 90 no direito das sociedades dos países mais desenvolvidos (América do Norte, Japão e Europa comunitária, fundamentalmente). Não se trata, no entanto, como veremos em seguida, de um tema estritamente jurídico, trata-se antes de um movimento de reforma do governo das grandes sociedades cotadas na Bolsa que, por pretenderem implantar novos modos de actuação no seio das equipas directivas destas empresas, tem uma grande transcendência tanto económica como política, pois afinal pretende-se estabelecer um novo marco para o exercício do poder de decisão nestas empresas, que é quase como dizer, na própria sociedade civil, tendo em conta a relevância social deste desse sector económico privado – acrescentado na Europa pelos recentes processos de privatização – e da enorme dimensão económica alcançada por algumas delas.

A origem do processo, como denota a expressão inglesa – *corporate governance* – que se utiliza para o denominar, é anglo-americana, como tem sido habitual, aliás, com muitos dos recentes desenvolvimentos do que poderíamos chamar Direito da empresa ou dos negócios (Bisbal, 1997, p.1688 et seq.; Alonso Ureba, 1999, p.109 et seq.). Os antecedentes próximos situam-se nos trabalhos empreendidos nos Estados Unidos no início dos anos 80 pelo *American Law Institute* (ALI) (1994), com a participação de eminentes académicos, como o professor Eisenberg, e de que resultaram os Princípios sobre o Governo Corporativo (*os Princípios do ALI*), publicados em 1994, onde se dá conta do estado da questão quanto aos temas estudados e se faz uma série de recomendações e propostas com a finalida-

---

\* Catedrático de Direito Mercantil da Universidade de Valladolid, Espanha.

de de melhorar estes aspectos, dirigidas tanto a legisladores como às próprias sociedades (American Law Institute, 1994).

Contudo, o documento que teve maior influência em todo o processo foi o Relatório britânico conhecido como Relatório *Cadbury*, publicado em 1992, elaborado por uma comissão de peritos formada por iniciativa do *Financial Reporting Council*, a Bolsa de Londres e as sociedades de revisores de contas, presidida por Sir Adrian Cadbury (*Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992). Este relatório centra-se fundamentalmente no papel do Conselho de Administração (*board of directors*) e no órgão de fiscalização, que considera decisivos na organização de um bom governo das sociedades cotadas, com o objectivo de revitalizar a sua função de instâncias de controlo dos executivos destas empresas, a fim de propiciar uma gestão mais atenta aos interesses dos accionistas e, em definitivo, dos investidores. O *Relatório Cadbury* mantém-se no terreno das meras recomendações, o que se concretiza neste caso num código de boa conduta (*Code of Best Practice*), com a pretensão de que seja assumido voluntariamente pelas sociedades cotadas. A falta de força legal destas recomendações e, portanto, da coerção característica das normas legais, é compensada no *Relatório Cadbury* por um sugestivo apelo ao mercado, no sentido de as sociedades o deverem informar sobre o seu sistema de governo, e em particular sobre se adoptaram ou não medidas de bom governo.<sup>1</sup> Pressupõe-se que o nível de cumprimento das recomendações em cada sociedade cotada acabará por traduzir-se nas suas cotações,<sup>2</sup> pelo que seria de esperar uma adopção generalizada tendo em conta a importância que o andamento das suas cotações tem para qualquer sociedade que esteja aberta ao mercado.

No Reino Unido o *Relatório Cadbury* foi seguido de outros dois documentos: o *Relatório Greenbury*, em 1995, sobre remunerações dos administradores e o *Relatório Hampel*, em 1998, denominado *Relatório Final*, que trata dos avanços registados nesta matéria e realiza novas recomendações. Noutros países, inspirados muito claramente no *Relatório Cadbury*, tanto no fundamento – centrando a questão, sobretudo, no conselho de administração e no órgão de fiscalização –, como no método – estabelecendo recomendações cujo grau de cumprimento seja valorizado pelo mercado –, têm aparecido ao longo da década diversos relatórios e recomendações. Por ordem cronológica, haverá que citar entre os mais conhecidos, os seguintes: no Canadá o *Relatório Dey*, de 1994; em França o *Relatório Vienot* de 1995, seguido em 1999 por um *segundo Relatório Vienot*; em Espanha, os dois documentos do *Círculo de Empresários*, de 1995 e 1996, de carácter priva-

<sup>1</sup> O nº 1.3 do Relatório assinala o seguinte: "a Bolsa de Londres propõe-se exigir a todas as sociedades cotadas e registradas no Reino Unido, como requisito permanente da admissão à cotação, uma declaração de cumprimento do Código e, sendo o caso, uma explicação de qualquer incumprimento do mesmo. Isto permitirá aos accionistas conhecer em que medida as sociedades em que investiram satisfazem os critérios do Código".

<sup>2</sup> O nº 1.6 do Relatório Cadbury assinala que "definir com maior clareza as respectivas responsabilidades dos administradores, accionistas e revisores oficiais de contas fortalecerá também a confiança no sistema societário. As sociedades – continua este número – que se ajustem aos critérios de governo corporativo fixados terão mais possibilidades de ganhar a confiança dos investidores e obter financiamento para o desenvolvimento da empresa".

do, e, mais recentemente, o *Relatório Olivencia*, de 1998, de carácter oficial; em Itália o *Relatório da Associação Disiano Preite*, de 1996, de carácter privado, e as *Recomendações* oficiais da CONSOB, de 1997; na Holanda o *Relatório Peters*, de 1997; no Japão os *Corporate Governance Principles – A Japanese view* –, de 1997; na Bélgica o *Relatório Cardon*, de 1998, e em Portugal as recentes *Recomendações da CMVM sobre governo das sociedades cotadas*, de outubro de 1999. No âmbito internacional destaca-se a aprovação pela OCDE, também muito recentemente, em maio de 1999, de uns *Princípios relativos ao governo da empresa* (Velasco, 1999, p.707 et seq.).<sup>3</sup>

Não é fácil dar uma definição precisa de *corporate governance*, sobretudo em relação aos seus limites.<sup>4</sup> Os diversos documentos e propostas têm a este respeito um alcance diverso, e se se centram fundamentalmente, como se acaba de indicar seguindo o modelo do *Relatório Cadbury*, no papel do Conselho de Administração e do órgão de fiscalização, não faltam documentos mais amplos que contemplam a completa estrutura do poder societário, como é o caso dos *Princípios de ALI* e, significativamente, do recente documento da OCDE, que aborda temas como os direitos dos sócios e a participação dos trabalhadores na empresa. Todavia, descontando detalhes concretos, o processo tem um núcleo comum, que subjaz a todos os documentos e propostas, e que é o de repor em questão as relações de poder nas sociedades cotadas, tentando alcançar um marco mais adequado do que aquele que vem vigorando.

O principal problema com que se confronta o processo – e que lhe serve de justificação – reside essencialmente na existência, nas sociedades cotadas, especificamente nas que têm o seu capital disperso por grande número de pequenos accionistas (accionistas-investidores) e sem um grupo de comando *accionista* claramente definido pela posse de um pacote de controlo, de uma dissociação entre a “propriedade”, que corresponde aos accionistas, e o “poder”, nas mãos dos administradores executivos.<sup>5</sup> Nestas sociedades a assembleia geral de accionistas, instância de representação da “propriedade” configurada pela lei para controlar os administradores, não exerce na prática este papel, sendo na realidade os próprios administradores executivos quem controlam a assembléia, através de mecanismos variados e muito conhecidos, como as delegações de votos (Rodrigues Artigas, 1990, p.15 et seq.; Roncero, 1996, p.23 et seq.), o uso das acções próprias (Velasco San Pedro, 1999, p.40 et seq.), as participações recíprocas (Flores, 1998, p.161 et seq.),

<sup>3</sup> Pela Internet podem consultar-se estes e outros documentos sobre *corporate governance* na página web da CNMV espanhola ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)). Como estudos comparativos sobre o estado da questão em diversos países, para além do que se acaba de citar, são de interesse as seguintes obras colectivas: Feddersen, Hommelhoff, Schneider (1996); Macmillan (1997); Pinto, Visentini (1998) e Hopt, Kanda, Roe, Wymeersch e Prigge (1998).

<sup>4</sup> Sobre este ponto, onde grosso modo coexistem uma concepção restrita, referida especificamente às distintas partes que intervêm no controlo interno da sociedade, e uma concepção ampla, que aborda outros temas relacionados com a estrutura do poder societário como os deveres e responsabilidades dos administradores (Carver, 1987, p.71 et seq.; Bianchi, 1997, p.405 et seq.; De La Gandara, 1999 e Velasco, 1999, p. 61 et seq.).

<sup>5</sup> Diz a este respeito o Relatório Olivencia, no seu nº 1.2, “que nas causas dessa corrente (refere-se ao processo do *corporate governance*) se encontra uma de fundo, que se pode considerar constante na natureza das sociedades que apelam aos mercados de capital, a separação entre propriedade e gestão. Ainda que esta separação – continua o Relatório – possa produzir vantagens, como a especialização das funções financeiras e administrativas, tem inerente o risco de conflitos de interesses”.

etc., e que se auto-sustêm a si mesmos utilizando como procedimento ordinário de nomeação de novos conselheiros a chamada cooptação (provisão de vagas no Conselho pelo mesmo Conselho) (Martinez Sanz, 1994, p.27 et seq.). A questão agudiza-se porque o problema aqui não é tanto o incumprimento da lei, não podendo por isso a Assembleia controlar os administradores (apesar de que também isto ocorre mais vezes do que as desejáveis); o problema está sobretudo em a lei, por muito que se queira, *não poder ser cumprida*, dado que a dispersão e atomização dos accionistas investidores (em algumas sociedades vários milhões), como nos mostra a teoria económica, provocam problemas de agência e de decisão colectiva que são praticamente insolúveis e conduzem ao que se denomina apatia racional destes accionistas. Para simplificar as coisas: como se pode estimular o activismo do accionista-investidor tipo, titular de um pacote modesto, quando os custos deste activismo seriam notoriamente superiores aos benefícios que razoavelmente se pode esperar do mesmo?

Esta situação de dissociação e prático descontrolo interno do exercício do poder nas sociedades cotadas com capital disperso é precisamente a que tem vindo a possibilitar uma gestão social inapropriada por parte dos administradores executivos, frequentemente mais atentos aos seus interesses do que aos interesses da empresa e, em suma, dos accionistas que são os “proprietários” do negócio; gestão inapropriada que sempre provoca ineficiência empresarial, com os custos de todo o tipo que isso implica, incluindo os sociais,<sup>6</sup> sem esquecer casos mais graves nos quais a gestão desafortunada conduz à crise da própria empresa. O processo do *corporate governance* pretende precisamente reintroduzir mecanismos de fiscalização interna e externa dos administradores executivos que evitem estas consequências e assegurem a fidelidade deles aos interesses da sociedade e dos accionistas.

O problema com que se depara o *corporate governance*, tal como se acaba de descrever, é em todo o caso bastante antigo – provavelmente remonta à origem da sociedade anónima –<sup>7</sup> e foi objecto de teorização há já algum tempo; de modo que não se pode dizer que tenha sido descoberto por este processo. Como exemplo cabe citar a conhecida obra de Berle e Means que, depois da crise económica de 1929, em grande parte provocada pela inapropriada estrutura de poder das sociedades cotadas na Bolsa, já expunha com grande clareza o referido problema da dissociação entre “propriedade” e “poder” (Berle, Means, 1932). Mais, as reformas da legislação societária e dos mercados de valores empreendidas em vários países a partir dos anos 30, e que não têm parado até agora, estavam em grande medida motivadas pelo desejo de remediar ou eliminar as consequências indesejadas do repetido problema. A este respeito cabe citar, sobretudo, o estabelecimento de agências de supervisão dos mercados de valores – o modelo foi a *Securities and Exchange*

<sup>6</sup> A ineficiência empresarial, enquanto conduz a uma utilização de recursos subóptima, prejudica os interesses gerais (Roe, 1994, p.ix).

<sup>7</sup> Neste ponto cabe recordar a obra de De La Vega (1688), que, como recordou Garrigues (1998, p.65 et seq.), já fazia a distinção entre o que hoje chamaríamos accionistas empresários e accionistas investidores.

*Commission* (SEC) estabelecida nos Estados Unidos nos anos 30 –, e de entidades para a revisão de contas, enquanto instâncias de supervisão e fiscalização externa das sociedades, fundamentalmente das cotadas em Bolsa, e que, entre outros aspectos, também de alguma maneira pretendem obviar à inexistência ou à ineficiência da fiscalização interna das sociedades cotadas realizada pela assembleia geral de accionistas ou mediante outros órgãos sociais.<sup>8</sup>

Por que razão ressurgiu agora este antigo temário sob o “novo” perfil de *corporate governance*? No desencadear deste processo parece ter pesado sobretudo a preocupação social que suscitaram determinadas *crises económicas*, ocorridas em quase todos os países, de algumas grandes sociedades cotadas na Bolsa, provocadas frequentemente por uma gestão empresarial aventureira, quando não claramente heterodoxa, e que, em qualquer caso, os mecanismos legalmente estabelecidos para controlar a actuação dos gestores a que se acaba de fazer referência não foram capazes de precaver ou pelo menos detectar com prontidão, com o conseqüente dano para os investidores e também para os interesses gerais.<sup>9</sup> A isto cabe acrescentar os problemas provocados pelos *processos de privatização de empresas públicas* desenvolvidos na Europa durante as décadas de 80 e 90 por governos de todas as tendências, que geraram certo medo pelas conseqüências que sobre o correcto exercício do poder em tais sociedades poderia ter o desaparecimento do Estado como instância que até então exercia o seu controlo e, portanto, a supervisão da sua gestão; e ainda a *globalização económica* – sem dúvida o fenómeno mais característico do nosso tempo – que, quanto ao que aqui interessa, tem gerado uma certa concorrência entre mercados bolsistas baseada, entre outros aspectos comparativos, nas garantias e segurança que cada qual concede aos investidores (Velasco, 1999, p.149 et seq; San Pedro, 1999 p.209 et seq.).

Que propõe o processo para resolver estes problemas? No fundo, quase todos os documentos convergem no *mesmo* sentido, como se disse: a revitalização de mecanismos de fiscalização dos executivos que possam ter maior eficácia, a fim de assegurar uma gestão adequada. Para isso propõem-se medidas tanto em relação ao controlo interno como ao controlo externo das sociedades cotadas. Quanto ao *controlo interno* aconselha-se geralmente o reforço do papel do conselho de administração como instância de supervisão dos executivos e altos dirigentes da sociedade, dando assim a entender, ainda que nem sempre chegue a explicitar-se, a impossibilidade prática de este papel ser assumido pela Assembleia Geral de accionistas, apesar de ingenuamente ele continuar previsto no modelo legal.<sup>10</sup> Para reforçar este papel propõem-se diversas medidas, de modo a possibilitar a independência do conselho face aos executivos e a existência de elementos que permitam

<sup>8</sup> A falta de novidade do processo é reconhecida geralmente pelos autores que o estudam. Neste sentido, entre muitos outros, com invocação expressa da obra de Berle e Means (1932); Pinto, Visentini (1998, p.x.).

<sup>9</sup> O Relatório Cadbury, no seu prefácio, assinala expressamente a preocupação criada no Reino Unido pelos casos BCCI e Maxwell. Em Espanha, entre outros casos, destacam-se as crises de Banesto e das empresas vinculadas à KIO.

<sup>10</sup> O Relatório Olivencia faz a este respeito uma afirmação expressa da Ineficiência da Assembleia Geral no seu nº II.9.1, intitulado precisamente “Las limitaciones de la Junta General de accionistas”.

prática norte-americana, chamados provavelmente no futuro a substituir os clássicos pequenos accionistas-investidores, visto o nível que está alcançando o investimento institucional nos mercados mais desenvolvidos, e em todo o caso a exercer um papel de vigilância em defesa dos seus interesses comuns como accionistas ou proprietários da empresa (Trías, 1998, p.90 et seq.; Ledesma, 1999, p.635 et seq.; Roncero, 1999, p.665 et seq.).

Estes acertos, contudo, não ocultam importantes sombras no processo. A meu ver, as mais inquietantes seriam, em síntese, as seguintes:

Em primeiro lugar, considero que o processo está demasiado apegado à cultura anglo-americana. Bianchi (1997, p.412) falou com acerto de uma espécie de *nouvelle vage* anglo-saxónica. Como bem se sabe, o Direito anglo-americano – o sistema de Common Law – continua a apresentar fortes traços de particularismo em relação aos ordenamentos de origem romano-germânica – o sistema de *Civil Law* –, no respeitante às formas de produção do Direito e à função associada aos juízes em cada um deles, assim como à própria configuração das instituições jurídicas, por mais que, certamente, a distância entre sistemas se vá reduzindo paulatinamente (Alfaro, 1999, p.931 et seq.). Em relação com o último aspecto que mencionei, não parece desprezível a influência da ética utilitarista, característica do protestantismo na conformação de alguns institutos anglo-americanos, onde existe uma forte carga de elementos com um conteúdo mais ético;<sup>15</sup> em contraponto, nos Direitos da área romano-germânica ressaltam as fórmulas moralmente mais neutras e fortemente juridificadas. A recepção, sem mais, de alguns destes institutos pelo processo europeu de *corporate governance*, como por exemplo o dos deveres fiduciários dos administradores (*fiduciary duties*), ou o da doutrina das oportunidades de negócio (*corporate opportunities*), levanta pelo menos a questão da compatibilização com as fórmulas alternativas que nesta área oferecem as normas legais para resolver o mesmo tipo de problemas, respectivamente, a cláusula geral de diligência e a regulação do conflito de interesses – questão que os documentos relevantes não resolvem.<sup>16</sup>

Continuando com a influência dos traços éticos do *corporate governance*, é evidente que o processo, nas suas origens, tenta de algum modo introduzir a ética nos negócios, mais especificamente no governo das sociedades,<sup>17</sup> com o significado, insisto, que a ética tem no mundo anglo-americano. Trasladar isto, sem mais, para países com outras tradições, em particular para países latinos com uma cultura distinta, apresenta alguns riscos. Fundamentalmente, a meu ver, o de se adoptar unicamente a forma do processo, sem incorporar o seu fundamento ou a sua filosofia de regenerar eticamente a direcção das sociedades cotadas. O que se verificou

<sup>15</sup> A ética utilitarista do protestantismo explicaria mesmo o nascimento e desenvolvimento do capitalismo, na persuasiva e conhecida tese de Weber (1988, p. 25 et seq.).

<sup>16</sup> Neste ponto concreto há coincidência em diversos trabalhos que se publicam na obra colectiva Velasco (1999), por exemplo, San Pedro (1999, p.311). No mesmo sentido, Bianchi (1997, p.413). Mas contra, negando esta falta de compatibilidade, Alfaro (1999, p.930 et seq.).

<sup>17</sup> Em Espanha a Comissão que elaborou o Relatório Olivencia recebeu significativamente o nome oficial de *Comisión especial para el Estudio de un Código ético de los Consejos de Administración de las sociedades* (grifo nosso).



na experiência prática da sua aplicação em Espanha, da qual adiante falarei mais especificamente, põe bem em relevo até que ponto esse risco não é hipotético, mas bem real, e que pode acabar por provocar o fracasso do processo nestes países, deixando tudo como estava antes.

Outro problema é o da referência decisiva que se faz ao mercado, enquanto peça de eficiência do sistema de auto-regulação proposto no processo. O mercado como instância de controlo dos directores das empresas cotadas – o chamado *market for corporate control* –, é uma realidade constatada em estudos empíricos no âmbito anglo-americano, e que se explica tanto pela estrutura accionista das suas sociedades cotadas, como pela sua cultura empresarial em relação às aquisições de domínio hostis (via OPA, fundamentalmente) (Arruñada, 1998 p.413 et seq.).<sup>18</sup> Na Europa continental, a situação é bem diferente nestes aspectos, e existem muitas dúvidas quanto à existência de tal mercado de controlo (Arruñada, 1998 p.417 et seq.); por esta razão ficamos sem saber se os mercados bolsistas acabarão por reflectir realmente a adopção ou não de medidas de bom governo corporativo.

A alternativa a esta situação poderia ser, nos países da Europa continental, a reforma legislativa;<sup>19</sup> e assim se entendeu acertadamente na Alemanha e em Itália. Em Espanha, um escândalo recente obrigou o legislador a intervir, completando as orientações do *corporate governance* num ponto muito concreto, o das retribuições dos administradores, que a este respeito se mostrava insuficiente;<sup>20</sup> no entanto de momento não se optou decididamente por esta via, embora haja trabalhos adiantados na *Comisión General de Codificación* para estabelecer uma regulação específica das sociedades cotadas, ainda não divulgados oficialmente, e se haja renovado recentemente o mandato à comissão que elaborou o *Relatório Olivencia* para que, entre outras questões, avalie a possibilidade de recomendar reformas legais nestas matérias.<sup>21</sup> Contudo, reconheço que o processo de *corporate governance* é em si mesmo um avanço, pois é certamente preferível ter *normas brandas* sobre o exercício do poder nas sociedades cotadas a não ter, como até agora sucedia em muitos países (como em Espanha), nenhuma norma especificamente referida a este tema.

A minha última objecção é ainda mais de fundo. Em minha opinião, partilhada por outros autores, o processo está influenciado, nas suas origens, por traços metodológicos que me parecem altamente questionáveis, pelo menos quando considerados na sua globalidade. Com efeito, revelam-se em toda a temática do

<sup>18</sup> Sobre a sua eficiência, questionada em algumas análises, ver, também, dados críticos de Ledesma (1999 p. 625 et seq.), com ulteriores referências bibliográficas.

<sup>19</sup> A opção da reforma legal está também prevista no Relatório Cadbury, no nº 1.10, para o caso de as suas recomendações não serem assumidas voluntariamente pelas companhias, se bem que não se considerasse desejável esta fórmula, pelo risco de que "os Conselhos se ativessem mais à letra que ao espírito das ditas exigências".

<sup>20</sup> A intervenção, que focou leis sobre o mercado de valores e as sociedades anónimas, foi introduzida pela Lei de 29.12.1999, e foi motivada pelas remunerações atribuídas por Telefónica, empresa recentemente privatizada, a seus administradores e altos dirigentes na forma de opções sobre acções (*stock options*) que, por sua elevada quantia e opacidade, geraram uma importante resposta social.

<sup>21</sup> A referida Comissão recebeu o encargo da CNMV, em relação à sua proposta de Código de Bom Governo, de avaliar a sua aplicação, actualizar o seu conteúdo e propor as reformas legais que considere necessárias. A Acta de Missão da Comissão, de 15.12.1999, que estabelece os limites do novo encargo, pode ser consultada na página web da CNMV ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)).

LUIS ANTONIO VELASCO SAN PEDRO

*corporate governance*, particularmente no favorecimento das fórmulas de auto-composição ou auto-regulação, as propostas da chamada *análise económica do Direito*.<sup>22</sup> Esses traços, quando aplicados no campo do Direito das sociedades, propõem, com o argumento da eficiência económica, uma regulação dispositiva das sociedades de capitais, incluindo as cotadas em bolsa, que acentua os seus aspectos contratuais – é a chamada concepção “contratual”, que se quer contrapor à “institucional” –, rompendo com a tradição europeia de regulação fortemente imperativa das sociedades anónimas.<sup>23</sup>

Não questiono os aspectos valiosos da análise económica do Direito. É sem dúvida uma metodologia que, juntamente com outros critérios, pode conduzir a uma elaboração e aplicação mais racional do Direito, confrontado frequentemente com interesses em conflito ponderáveis economicamente. No entanto, a sua aceitação extrema, que conduz a afirmar a plena coincidência dos objectivos do Direito com os da Economia, centrados estes últimos, como é lógico, na eficiência económica, parece-me pelo menos questionável, por não entrar em valorizações de outra ordem.<sup>24</sup>

Para lá desta objecção geral, considero pouco apropriado propugnar a conveniência de um Direito de sociedades dispositivo em relação às sociedades cotadas. Nestas sociedades confrontam-se interesses muito variados. São muito relevantes, sem dúvida, os dos accionistas (*shareholders*), mas também relevam os de outras pessoas relacionadas com a empresa (são os chamados *stakeholders*), como, particularmente os dos trabalhadores, clientes, fornecedores e financiadores. O próprio *corporate governance* também tem em conta estes interesses, e tenta tutelá-los de alguma forma.<sup>25</sup> Neste contexto parece escassamente pertinente adoptar um modelo normativo que só tenha em conta os accionistas, deixando, por assim dizer, exclusivamente nas suas mãos decidir o regime mais oportuno. Mas ainda que aceitássemos a subordinação do sistema exclusivamente aos accionistas, deveria ter-se em conta que nas sociedades cotadas estes “interessados” frequentemente não estão em condições de negociar ou pactuar nada, e quando digo isto penso fundamentalmente nos pequenos accionistas-investidores que, como já indiquei anteriormente e é óbvio, nem podem nem têm incentivos efectivos para intervir na gestão da sociedade, e não têm nenhum papel real na configuração das regras de governo interno da sociedade. Esta circunstância não passou inadvertida aos defensores da tese contratualista que se aventuraram a defender a importância do (suposto) modelo dispositivo na grande sociedade anónima, já que “neste tipo de empresas deixar nas mãos dos interessados a resolução dos conflitos certamente geraria uns custos de organização insuportáveis que finalmente desincentivariam à adopção desta estrutura organizativa” (Liebot, 1999, p.38).

<sup>22</sup> A obra fundamental da corrente continua sendo o livro geral e clássico de Posner (1992), publicado originalmente em 1973, e traduzido recentemente para castelhano com o título *El análisis económico del Derecho* (México, 1998).

<sup>23</sup> Na doutrina espanhola, entre outros trabalhos que seguem essa orientação ver Rodríguez (1996, I, p.65 et seq.; 1997, p.163 et seq.).

<sup>24</sup> Entre as críticas recentes a esta última atitude, ver o interessante trabalho de Gondra Romero (1997, p.1545 et seq.).

<sup>25</sup> Ver, por exemplo, no Relatório Olivencia o nº II.1.3. e nos Princípios da OCDE o nº III.

À margem disto, não deixa de ser curioso, se não compreendi mal, falar-se nestes casos de um Direito dispositivo que se aplicaria *sempre* nestas sociedades! Pessoalmente tinha entendido que essa aplicação inevitável era a característica distintiva do Direito imperativo, mas enfim...

Outro traço, muito próximo do que acabo de mencionar, e que também está na base do processo do *corporate governance*, é o que trata de identificar de alguma maneira a finalidade da empresa ou, se se prefere e para utilizar uma expressão com longa tradição no Direito das sociedades, o *interesse social*, com a criação de valor para o accionista (o chamado *Shareholder Value*).<sup>26</sup> Este postulado teorizado por Rappaport (1986, p. 1 a 6) que, baseando-se na experiência de algumas empresas norte-americanas (como a *Coca-Cola*), propõe esta visão como alternativa às políticas tradicionais de rentabilidade para o accionista, tem certamente aspectos valiosos, na óptica da economia da empresa, e constitui uma chamada de atenção que não pode ser ignorada para a necessidade de os dirigentes sociais, como não poderia deixar de ser, favorecerem os interesses dos accionistas. Não obstante, reduzir o papel dos dirigentes sociais à exclusiva busca da “criação de valor” supõe ignorar a função social que indubitavelmente tem tanto a actividade da empresa como o direito de propriedade –<sup>27</sup> fundamentos últimos da legitimidade da actividade empresarial privada –, e pode inclusivamente ser perigoso na medida em que pode contribuir para identificar esta criação de valor com o mero aumento da cotação das acções e para legitimar práticas anti-mercado dirigidas especificamente a esta finalidade, como por exemplo a realização de operações sobre acções próprias com objectivos especulativos (San Pedro, 1999, p.46 et seq.).

### 3 O Relatório Olivencia

#### 3.1 Introdução

O Direito das sociedades anónimas em Espanha foi reformado com profundidade pela última vez em finais dos anos 80 – na Lei de 25 de julho de 1989 –, com a finalidade fundamental de adaptar o ordenamento espanhol às directivas comunitárias em matéria de sociedades, tornada obrigatória depois da adesão espanhola à Comunidade Europeia em 1986. A reforma, contudo, excedeu muito as necessidades de harmonização comunitária, afectando outros aspectos do regime societário que se considerou conveniente modificar ou retocar.<sup>28</sup>

Depois desta grande reforma, que pela sua data não podia ser influenciada pelo actual processo de *corporate governance*, a Lei de sociedades anónimas – de

<sup>26</sup> A este respeito, no Relatório Olivencia, nº II.1.3, estabelece-se “como objectivo último da sociedade e, por conseguinte, como critério que deve presidir à actuação do Conselho, a maximização do valor da empresa ou, para dizê-lo com uma fórmula que se enraizou nos meios financeiros, a criação de valor para o accionista”.

<sup>27</sup> No Direito espanhol, esta função está consagrada expressamente na Constituição, artigos 33 e 38.

<sup>28</sup> Para uma visão de conjunto da reforma, ver “Nota introductoria” a Sociedades de capital y mercados de valores (San Pedro 1990).

que se publicou um novo Texto refundido, aprovado pelo Real Decreto Legislativo de 22 de dezembro de 1989 – continuou sendo um diploma de aplicação geral e indiferenciada a todas as sociedades anónimas, sem normas referidas especificamente às sociedades cotadas.<sup>29</sup> Não obstante, em matéria de órgãos sociais e controlo das sociedades – que é o *Leitmotiv* do *corporate governance* –, introduziram-se algumas modificações significativas, especialmente em relação ao direito de voto dos accionistas, à responsabilidade dos administradores, à impugnação de deliberações do Conselho de Administração e à revisão de contas; pese embora o facto de a configuração da administração social, aspecto fundamental na estrutura orgânica das sociedades cotadas, se ter mantido no quadro tradicional do Direito espanhol da administração monista ou unitária, provavelmente à espera dos resultados dos trabalhos em curso na Comunidade Europeia sobre a 5ª Directiva em matérias de sociedades (trabalhos que continuam sem conclusão até o dia de hoje, como é sabido).<sup>30</sup>

À margem portanto das reformas legais, as questões do *corporate governance* chegaram a Espanha em meados dos anos 90, difundidos tanto pelos meios académicos como pela imprensa económica e sectores relacionados com o mundo empresarial, fundamentalmente dos sectores ligados à revisão de contas. O principal motivo de atracção neste anos vai ser o *Relatório Cadbury*, como sucede na generalidade dos países europeus. Com estas influências publicaram-se nesses anos dois interessantes documentos por iniciativa do *Círculo de Empresários*: em 1995 o intitulado *Reflexões sobre a reforma dos Conselhos de Administração*, que tem um carácter preliminar fundamentalmente valorativo da situação, e em 1996 o intitulado *Uma proposta de normas de melhor funcionamento dos Conselhos de Administração*, que inclui proposições mais concretas, com uma lista de recomendações às sociedades cotadas.<sup>31</sup>

Posteriormente, depois das eleições de 1996, o novo Governo do Partido Popular deliberou na sua reunião de 28 de fevereiro de 1997 criar uma “Comissão Especial para o Estudo de um Código Ético dos Conselhos de Administração das Sociedades”. Esta Comissão foi constituída pela Ordem Ministerial de 24 de março de 1997, do Ministério da Economia e Fazenda, sendo seu presidente o Professor

<sup>29</sup> Este é provavelmente o maior problema da legislação espanhola na matéria, pois, tanto antes como depois da reforma de 1988, apresenta um modelo de sociedade anónima que se classificou de “pólvalente”, no sentido de que pode servir para projectos associativos de diversa índole, desde a sociedade fechada com poucos sócios e escasso volume económico, até à grande empresa cotada na Bolsa, com o correspondente desajuste de muitas das suas disposições a estas realidades tão diferentes. Com respeito a este problema, por todos, ver Rojo (1998 p.7 et seq.)

Contudo, na Lei havia e há disposições específicas em matérias de acções próprias e representação das acções das sociedades cotadas mediante anotações em conta. A falta de um estatuto para as sociedades cotadas ficou em parte atenuado, por outro lado, pela reforma contemporânea do mercado de valores pela Lei do mercado de valores de 28 de julho de 1988, modificada posteriormente em diversas ocasiões e desenvolvida por um conjunto bastante extenso de disposições de carácter regulamentar (Decretos, Ordens Ministeriais e Circulares da CNMV), que certamente impuseram novas exigências a estas sociedades, fundamentalmente no terreno da informação que devem fornecer ao mercado e ao órgão supervisor.

<sup>30</sup> A ausência de normas dirigidas especificamente às sociedades cotadas começou a corrigir-se nas reformas pontuais de 1998, referidas a diversos instrumentos e institutos relacionados com o auto-financiamento das sociedades cotadas. Ver Kirchner, Salinas (1999) e, com uma opinião crítica, contrária ao sentido da reforma, Sánchez Andrés (1999).

<sup>31</sup> Sobre o contexto em que se situam estes documentos, ver os distintos trabalhos que se incluem no número monográfico intitulado “Los Consejos de Administración españoles en una economía globalizada”, em *Círculo de Empresarios*, Boletim nº 62, primeiro semestre de 1997.

Olivencia, e nela participaram relevantes membros da academia, como o Professor Paz Ares, e dos sectores e instituições mais directamente interessados (particularmente da CNMV). A citada Comissão concluiu os trabalhos com um documento datado de 26 de fevereiro de 1998, intitulado *O governo das sociedades cotadas*, conhecido geralmente por *Relatório Olivencia*.<sup>32</sup> É meu propósito expor de seguida as principais considerações do documento, fazendo um repasso – logicamente sumário, tendo em conta o espaço disponível – às suas principais propostas, assim como fazer uma valorização final e global do documento e da sua experiência de aplicações à realidade espanhola das sociedades cotadas.

### 3.2 Estrutura do Relatório

A estrutura do *Relatório Olivencia* é semelhante à de outros documentos análogos do processo de *corporate governance*, com três partes bem diferenciadas: em primeiro lugar, uma introdução; em segundo lugar, um relatório sobre o Conselho de Administração; e finalmente, um Código de Bom Governo.

#### 3.2.1 A introdução

Na *Introdução* do documento, a Comissão dá conta das suas origens e do encargo recebido do Governo, analisa o contexto que serviu de base à sua elaboração, detendo-se na justificação das reformas – que se baseia fundamentalmente nos perigos da já mencionada dissociação entre “propriedade” e “gestão” –, a metodologia empregue e a natureza do documento.

Quanto à *metodologia*, a Comissão expõe como procedeu previamente à realização de um estudo sobre a estrutura dos accionistas e dos Conselhos das sociedades cotadas espanholas, e dá conta de dois inquéritos: um dirigido às sociedades mais líquidas do mercado bolsista, que integram o índice IBEX-35, e outro para recolha de opiniões e sugestões de sectores económicos, profissionais e académicos, bem como de outras instâncias públicas e privadas que se estimaram de interesse. O apoio recebido da CNMV pela Comissão é assinalado.

Com respeito à *natureza* do documento elaborado, na linha ainda da tendência mais generalizada no processo do *corporate governance*, indica-se, no nº I.4 que não se “trata de impor (aos conselhos) deveres cujo incumprimento desencadeie responsabilidades, nem obrigações cujo cumprimento seja exigível”, pelo que as suas propostas – reflectidas no Código de Bom Governo, que constitui a parte III do documento – não contêm “normas de Direito imperativo nem dispositivo”. A Comissão quer que as suas propostas sejam assumidas voluntariamente pelas sociedades referidas,<sup>33</sup> utilizando as possibilidades de auto-regulação que, segundo se

<sup>32</sup> Como já se indicou anteriormente, a Comissão redactora do Relatório recebeu entretanto o encargo de rever a sua aplicação e actualizar o seu conteúdo.

<sup>33</sup> Em princípio estas sociedades são as cotadas na Bolsa, embora a Comissão também considere que as suas recomendações podem igualmente ser úteis a outras sociedades não cotadas na Bolsa, mas que recorrem aos mercados de capitais, e inclusivamente a outras sociedades que voluntariamente queiram inspirar-se no Código para configurar suas estruturas (nº I.4, *in fine*).

disse expressamente no Relatório, a legislação espanhola concede nesta matéria.<sup>34</sup>

Só quando usando dessa liberdade, os estatutos sociais, ao estabelecerem a estrutura do órgão de administração e seu regime de actuação, ou o Conselho de Administração, ao regular o seu próprio funcionamento, assumam as recomendações contidas no Código (de Bom Governo), passarão elas a vigorar, não como normas de Direito positivo, mas sim como regras de origem convencional ou negocial.

Em consonância com estas perspectivas, a valorização em última instância da adopção de normas de bom governo pelas sociedades cotadas fica entregue, como em outros documentos, ao mercado, no pressuposto de que estes aspectos terão “repercussões cada vez mais notórias sobre a credibilidade das sociedades que a eles apelam” (nº I.5).

### 3.2.2 O Relatório propriamente dito

A segunda parte do documento constitui propriamente o *Relatório*, que fiel ao mandato recebido do Governo se circunscreve ao Conselho de Administração. Nos seus diversos apartados analisam-se os aspectos que se consideraram mais relevantes em relação com o funcionamento deste órgão.

Em primeiro lugar, o Relatório centra-se na *missão do Conselho*, que considera dever ser, nas sociedades que superam um mínimo de dimensão – entre as quais se incluem todas as cotadas –, não a gestão, pois isso seria insuficiente, mas sim a supervisão e o controlo da equipe de direcção da sociedade, mais concretamente o desempenho das seguintes três responsabilidades: orientar a política da sociedade, controlar as instâncias de gestão e servir de enlace com os accionistas (nº II.1.1).

Para o correcto exercício dessas faculdades de supervisão, recomenda-se que o Conselho assuma como próprias e, portanto, indelegáveis, as seguintes responsabilidades:

- a) aprovação das estratégias gerais da sociedade;
- b) nomeação, retribuição e, sendo o caso, destituição dos mais altos directores da sociedade;
- c) controlo da actividade de gestão e avaliação dos directores;
- d) identificação dos principais riscos da sociedade e implantação e seguimento dos sistemas de controlo interno e de informação adequados;
- e) determinação das políticas de informação e comunicação com os accionistas, os mercados e a opinião pública (nº II.1.2).

<sup>34</sup> Foi este, precisamente, um dos pontos de maior debate em relação ao Relatório Olivencia. Para alguns autores as possibilidades de auto-regulação no Direito espanhol são escassas, e a utilização dos regulamentos internos dos conselhos de administração para introduzir as normas de bom governo uma fórmula forçada, que não tem um encaixe claro no ordenamento espanhol (entre outros, permito-me remeter para as considerações que com maior extensão fiz em San Pedro (1999, p.317 et seq.). Outros, ao contrário, consideram que não há impedimentos sérios a esta proposta de auto-regulação, que além disso se revela como o modelo mais desejável. Ver Alfaro (1999, p.930 et seq.).

Ainda assim, como já se indicou anteriormente, considera-se que a administração social deve perseguir como objectivo último da sociedade a criação de valor para o accionista (nº II.1.3).

A seguir estuda-se a composição do Conselho, considerando-se a este respeito, como se propõe em outros documentos e recomendações do processo (significativamente no Relatório Cadbury), a conveniência de nele integrar conselheiros independentes, “cuja missão primordial consiste em fazer valer no Conselho os interesses do capital flutuante” (nº II.2.1).<sup>35</sup> Igualmente se considera que deve-se manter uma proporção adequada entre os diferentes grupos de conselheiros, a fim de assegurar “a capacidade (do Conselho) para examinar com certa distância e imparcialidade o trabalho desenvolvido pelos directores da empresa”, razão pela qual se considera conveniente haver uma maioria de conselheiros externos, ou seja, não executivos (nº II.2.2). Em relação também com a composição do Conselho, considera-se inadequada a prática frequente em Espanha de conselhos muito numerosos, por se entender que “favorecem a inibição do conselheiro e o seu sentido de responsabilidade e o fomento de atitudes passivas”, recomendando-se que os conselhos sejam compostos por um número mais reduzido de membros, entre cinco e quinze (nº II.2.3).

Noutro ponto, o Relatório estuda a *estrutura do Conselho* (Velasco, 1999, p.137 et seq.). A Comissão analisa com pormenor a figura do Presidente do Conselho (Sacristan, 1999, p.245 et seq.); todavia, tendo em conta a prática habitual em Espanha da acumulação numa só pessoa dos cargos de Presidente do Conselho e primeiro executivo da sociedade, abstem-se a Comissão de fornecer uma directriz geral sobre o ponto, ao contrário do que acontece noutros documentos, como o *Relatório Cadbury*, onde se recomenda a separação dessas funções (Relatório Cadbury, nº 4.9). Não obstante, aconselha-se a criação de contrapesos no pressuposto da acumulação de ambas as funções, salientando-se a designação, entre os conselheiros independentes, de um Vice-Presidente coordenador e com faculdades subsidiárias para convocar o Conselho (nº II.3.2). Também neste ponto se consideram as várias comissões em que deveria estruturar-se o Conselho, começando pela Comissão Executiva, pela qual, aliás, o Relatório manifesta escassa simpatia, já que “seu manifesto protagonismo na vida de muitas sociedades... pode colocar na sombra e inclusivamente anular os papéis de liderança e fiscalização que ao Conselho cabe desempenhar”. Não obstante, o Relatório não desaconselha expressamente a existência desta Comissão, mas adianta que a sua composição deve reflectir fielmente a do Conselho, e expressa a confiança em que, à medida que se vão cumprindo as suas recomendações (sobretudo as referidas ao tamanho do conselho e à frequência de suas reuniões), a sua necessidade diminuirá (nº II.3.5). Grande realce é dada às denominadas *comissões delegadas de controlo* que, seguindo as orientações dos distintos comités sugeridos no *Relatório Cadbury*, se

<sup>35</sup> Em relação às considerações de fundo que aconselham à incorporação de conselheiros independentes (Olivencia, 1996, II, p.2172 et seq.).

considera deverem ser pelo menos dois: por um lado, a Comissão de Auditoria e Cumprimento (do Código) (Paraiso, 1999, p.373 et seq.) e, por outro, a de Nomeações e Retribuições (Alonso Ureba, Roncero, 1999, p.213 et seq.) (nº II.3.6).

O apartado quarto do Relatório refere-se ao *funcionamento do Conselho*. Um dos temas estudados é o da organização das sessões do Conselho, aconselhando-se o incremento significativo da sua frequência, ainda que sem dar uma pauta concreta, por se entender que os Conselhos espanhóis estão muito longe da regra, sugerida por alguns estudiosos, das 100 horas anuais e inclusivamente do objectivo mais modesto da reunião mensal (nº II.4.1). Analisa-se também a preparação das sessões, recomendando-se que os conselheiros recebam com suficiente antecipação a informação relevante (nº II.4.2) e considera-se indispensável que o Conselho, pelo menos uma vez por ano e em sessão *ad hoc*, avalie a qualidade dos seus trabalhos e a eficiência das suas regras (nº II.4.5).

No apartado seguinte, o Relatório estuda o tema da *designação e cessação de funções dos conselheiros* (Alonso Ureba, Roncero, 1999, p.213 et seq.). Quanto ao primeiro aspecto, o Relatório reconhece a importância decisiva que na prática tem o Conselho nesta matéria (formalmente atribuída à Assembleia), em virtude da cooptação. Daí que se julgue conveniente estabelecerem-se “procedimentos formais que propiciem a transparência e o escrutínio por parte de todos os membros do Conselho na selecção de candidatos”, considerando-se decisiva a intervenção da Comissão de Nomeações (nº II.5.1). Especial atenção se dedica à designação dos conselheiros independentes, uma das peças chave que o modelo propõe. Estabelecem-se como critérios que devem presidir à dita designação a profissionalidade e a independência, desenvolvendo-se diversas propostas para garantir a sua observância no processo de designação (ver o nº II.5.2). Quanto à reeleição dos conselheiros, aconselha-se que a Comissão de Nomeações estabeleça algum procedimento que permita avaliar o trabalho e a dedicação do candidato durante o seu último mandato (nº II.5.4). No que diz respeito à cessação de funções dos conselheiros, considera-se conveniente que as sociedades “incluam em sua regulamentação interna certas causas estatutárias de cessação ou, pelo menos, certas obrigações de demissão em casos que possam afectar negativamente o Conselho e inclusivamente o crédito e reputação da sociedade no mercado”. Em relação também com este tema, considera-se conveniente fixar um limite de idade para os conselheiros, para os executivos e para o Presidente, entre os 65 e os 70 anos e para os restantes conselheiros entre margens mais flexíveis (nº II.5.6).

Estuda ainda o Relatório como tema específico *as faculdades de informação do conselheiro* (San Pedro, 1999, p.305 et seq.). Neste ponto o documento considera “a faculdade e o dever que individualmente todo o conselheiro tem de obter toda a informação necessária para o cumprimento das suas funções de supervisão”, pelo que se recomenda que “a regulamentação interna da sociedade reconheça formalmente o direito de todo o conselheiro a examinar os livros, registos e documentos de qualquer classe, a contactar com os responsáveis dos distintos departamen-



tos e divisões e a visitar as instalações e dependências da sociedade” (nº II.6.1). Indica-se ainda, seguindo as orientações de outros documentos do processo, como o *Relatório Cadbury* e os *Princípios de ALI*, que os conselheiros devem ter acesso aos serviços de peritos internos e mesmo de peritos externos, “quando circunstâncias especiais o tornem necessário” (nº II.6.2).

O Relatório analisa com particular cuidado o tema *das retribuições dos conselheiros* (Juste, 1999, p.497 et seq.). Aqui, inspirando-se de novo em considerações de outros documentos, recomenda-se constituir a já assinalada Comissão de Retribuições, à qual formalmente se deveriam atribuir como faculdades as de propor ao Conselho o sistema e a quantia das retribuições, rever periodicamente os programas de retribuição e velar pela transparência das mesmas (nº II.7.1). Quanto ao aspecto sempre delicado do montante das retribuições, o Relatório entende que “a moderação é a regra que há-de presidir às decisões que se adoptem neste campo”, assinalando que a retribuição “há-de calcular-se de tal maneira que ofereça incentivos suficientes para a dedicação do conselheiro, mas, ao mesmo tempo, não comprometa a sua independência” (nº II.7.2). Com respeito à estrutura de retribuição, o documento não recomenda nenhuma fórmula concreta, embora considere que

devem favorecer-se as modalidades que vinculem uma parte significativa das retribuições dos conselheiros, especialmente dos conselheiros executivos, aos resultados da empresa, posto que desta maneira se aliam melhor os incentivos dos conselheiros com os interesses dos accionistas a maximizar.

Desaconselha-se, por outro lado, a prática habitual espanhola de estabelecer uma percentagem dos lucros, para retribuir o Conselho, por se entender que esta percentagem funciona “só como limite máximo, pelo que não se pode considerar em sentido estrito uma participação em lucros nem, portanto, se consegue o efeito pretendido” (nº II.7.3). Por último, o Relatório, partindo da situação de opacidade da realidade espanhola, insiste na necessidade de dar a máxima transparência a este ponto, individualizando e pormenorizando por conceitos todas as remunerações recebidas da sociedade por cada conselheiro (nº II.7.4).

No apartado 8º do Relatório analisam-se os *deveres de lealdade dos conselheiros* (Artigas, 1999, p.419 et seq.; Alcalá, 1999, p.447 et seq.). Neste ponto o documento considera que a cláusula de diligência estabelecida na legislação espanhola, segundo a qual os conselheiros devem desempenhar o seu cargo com a diligência de um ordenado empresário e um representante leal,<sup>36</sup> tem um carácter “altamente abstracto e genérico”, pelo que seria recomendável que “as regras de funcionamento interno da sociedade recolham com detalhe as principais obrigações que dimanam dos deveres gerais de diligência e lealdade” (nº II.8.1). Nesta linha de concretização estabelecem-se regras sobre os aspectos que a este respeito se consideram mais significativos, como são o conflito de interesses, a informa-

<sup>36</sup> Esta cláusula vem estabelecida, em relação aos administradores das Sociedades Anónimas, no artigo 127, 1 da lei das sociedades anónimas.

ção não pública, o uso de activos sociais e oportunidades de negócio e dos deveres de comunicação ao Conselho pelos conselheiros.

Quanto ao conflito de interesses, a Comissão considera que

a regulamentação interna da sociedade deveria recolher formalmente o dever de o conselheiro informar antecipadamente da situação de conflito de interesses e estabelecer um mecanismo de controlo que poderia ser – como mostra a melhor prática – a previsão de que estas operações não-de ser aprovadas pelo Conselho, sob prévio relatório da Comissão delegada correspondente (nº II.8.2).

Com respeito ao uso de activos da sociedade, recomenda-se que se estabeleçam regras “com o objectivo de impedir sua aplicação com fins exclusivamente privados” (nº II.8.4). E quanto às oportunidades de negócio,<sup>37</sup> recomenda-se como regra que se “permita ao conselheiro explorar uma oportunidade de negócio da sociedade sempre que, tendo ele oferecido previamente a esta a possibilidade de valer-se dela, a sociedade a tenha rejeitado, e obtenha a autorização da Comissão delegada correspondente” (nº II.8.4).

Finalmente recomenda-se estender os deveres fiduciários aos accionistas mais significativos (v. nº II.8.6).

O Relatório também aborda o tema das *relações do Conselho com os accionistas*. Neste apartado o documento dá conta das limitações da Assembleia Geral de accionistas (Ledesma, 1999, p.615 et seq.) nas sociedades cotadas enquanto instrumento de controlo e de decisão, em termos muito semelhantes aos utilizados em outros lugares deste trabalho, e assinala que precisamente a justificação do movimento de reforma no qual se inclui o Relatório está no realce do Conselho como órgão de supervisão para superar aquela situação. Contudo, considera que isso não deve levar a descartar qualquer “acção destinada a incrementar a efectividade do controlo dos accionistas”, âmbito no qual considera existir ainda uma grande margem. Aponta neste sentido medidas como tornar mais transparente a delegação de votos, acentuar a comunicação com os accionistas e estimular a actuação dos accionistas institucionais (ver o nº II.9.1).

Em relação aos accionistas ou *investidores institucionais* (Roncero Sanches, 1996, p.665 et seq.), considerando como tais os fundos de investimento, fundos de pensões, companhias de seguros etc., o Relatório considera que, embora o investimento institucional não tivesse alcançado no mercado espanhol até então a relevância atingida noutros mercados,<sup>38</sup> não deixam de ser “agentes de grande relevo, visto que os interesses dos seus afiliados ou participantes (titulares de apólices de seguros, de participações em fundos de investimentos etc.) coincidem em boa medida com os interesses dos accionistas ordinários”. Neste sentido, a Comissão entende que, embora não lhe compita recomendar uma maior intervenção destes in-

<sup>37</sup> Que a Comissão considera “qualquer possibilidade de realizar um investimento ou operação comercial que tenha surgido em conexão com o exercício do cargo por parte do conselheiro” (nº II.8.4).

<sup>38</sup> O Relatório assinala que este investimento havia alcançado no último ano – o Relatório data de 1998 – “cerca de 25% do investimento bolsista” (nº II.9.4).

vestidores no governo da sociedade, o Conselho “deve propiciar um contacto regular com os ditos investidores para troca de pontos de vista e estabelecer um procedimento que lhes permita proporcionar informação valiosa para a direcção da sociedade articular as suas estratégias empresariais e de governo” (nº II.9.4).

O nº 10 do Relatório refere-se às *relações do Conselho com os mercados*. Neste tema o Relatório recomenda uma especial atenção do Conselho à política de transparência (San Pedro, 1999, p.350 et seq.). Esta política impõe à sociedade “a obrigação de fornecer ao mercado informação precisa e fiável sobre as suas actividades e resultados”. O Conselho de Administração deve estar consciente destas responsabilidades e é sua obrigação adoptar um papel activo nesta matéria. Nesta linha, quando se trate de deveres genéricos de informação, recomenda-se que o Conselho se esforce por

oferecer informação imediata e suficiente não só sobre assuntos relevantes capazes de influenciar de forma sensível a formação dos preços na Bolsa, mas também sobre aqueles que afectam a estrutura de propriedade da sociedade (especialmente as variações de participações significativas, os pactos parassociais e outras formas de coligação que se possam estabelecer); os que impliquem uma modificação das regras de governo [...], que versem sobre operações vinculadas de especial relevo [...] ou se refiram aos fundos próprios da sociedade.

Relativamente a este último aspecto, recomenda-se dar a maior transparência às operações sobre acções próprias (nº II.10.1).

Quanto às informações periódicas que as sociedades cotadas devem por lei fornecer, recomenda-se que elas as elaborem “de acordo com os mesmos princípios, critérios e práticas profissionais com que se elaboram as contas anuais, para assegurar assim a transparência” e evitar, como sucede às vezes na prática, que estas informações se vejam “subitamente desmentidas pelas contas anuais” (nº II.10.2).

A seguir, o Relatório aborda o fundamental tema das *relações do Conselho com os auditores ou revisores oficiais de contas* (Paraiso, 1999, p.373 et seq.). Neste ponto considera-se que o Conselho “há-de adoptar as medidas necessárias para assegurar que os revisores oficiais de contas realizem a sua missão convenientemente e, em especial, trabalhem livres de interferências da linha executiva”. Dentro destas medidas considera-se fundamental o estabelecimento da já referida Comissão de Auditoria, à qual se deveriam atribuir como mínimo as seguintes competências:

- a) propor a designação do revisor oficial de contas, as condições de contratação, o alcance do mandato profissional e, sendo o caso, a revogação ou não revogação;
- b) rever as contas da sociedade, controlar o cumprimento dos requisitos legais e a correcta aplicação dos princípios contabilísticos geralmente aceites, assim como informar as propostas de modificação de princípios e critérios contabilísticos sugeridos pela direcção;

- c) servir de canal de comunicação entre o Conselho de Administração e os revisores oficiais de contas, avaliar os resultados de cada revisão de contas e as respostas da equipe de gestão às suas recomendações, e mediar e arbitrar nos casos de discrepância entre aqueles e esta no respeitante aos princípios e critérios aplicáveis na preparação dos documentos financeiros;
- d) comprovar a adequação e integridade dos sistemas internos de controlo e rever a designação e substituição dos seus responsáveis;
- e) supervisionar o cumprimento do contrato de revisão de contas, procurando que a opinião sobre as contas anuais e os conteúdos principais do Relatório de revisão de contas sejam redigidos de forma clara e precisa (nº II.11.1).

Quanto ao ponto central da independência dos revisores oficiais de contas, indica-se que não é missão da Comissão rever a procedência de novas regulamentações. Não obstante, a sua impressão nesse tema é que a melhor garantia de independência “assenta na reputação das sociedades de revisores oficiais de contas, pois todas elas têm fortes razões comerciais para conservá-la e incrementá-la”. Para evitar desvios neste ponto, recomenda-se que se verifique o grau de diversificação das empresas de revisores oficiais de contas e que a sociedade se abstenha de contratar as empresas cujos honorários recebidos da sociedade representem uma percentagem significativa (por exemplo, 10% de todos os honorários) (nº II.11.2).

O Relatório termina com um capítulo referido especificamente à *adoção e publicidade das regras de bom governo*. Neste ponto insiste-se em que as suas recomendações têm somente este carácter.

A Comissão entende – assinala textualmente o Relatório – que não devem ser objecto de regulação legislativa nem ser impostas aos seus destinatários, nem sequer indirectamente através de sistemas de controlo da sua adopção que possam desvirtuar o carácter voluntário do Código de Bom Governo.

Em qualquer caso, considera-se que os critérios e regras oferecidos no Relatório, dos quais se diz terem sido pensados para serem aplicados “com flexibilidade e imaginação e não para transpô-los mecanicamente, com o espírito de quem cumpre um trâmite aborrecido”, não devem privar as sociedades destinatárias da “sua soberania para traçar as suas próprias estruturas de governo em função das suas preferências, circunstâncias e características idiossincráticas” (nº II.12.1). Em todo o caso, considera-se indispensável que as sociedades mantenham a máxima transparência neste ponto, “com o objectivo de facilitar a avaliação por parte dos mercados dos seus sistemas de governo”, pelo que o Conselho deveria incluir na sua documentação pública anual informação das suas regras de bom governo, justificando, sendo o caso, as decisões de não seguir aquelas regras (nº II.12.2).

### **3.2.3 O Código de Bom Governo**

O *Relatório Olivencia* termina com um capítulo referido especialmente ao *Código de Bom Governo*. Nesta parte trata-se de sistematizar em regras concretas

as diversas recomendações que se foram estabelecendo no capítulo anterior ao estudar os diversos problemas, insistindo em todo o caso uma vez mais no carácter meramente voluntário das mesmas. As recomendações são 23 e recolhem os critérios já examinados no número anterior, não parecendo por isso necessário neste momento referir o seu conteúdo, no essencial já exposto. Para efeitos puramente classificatórios, deve acrescentar-se que estas recomendações se referem fundamentalmente a quatro aspectos: 1º – funções do Conselho (regras, 1, 11, 17, 18, 19, 20, 21, 22 e 23); 2º – estrutura do Conselho (regras 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 e 9); 3º – funcionamento do Conselho (regras 9 e 10) e 4º – estatuto dos conselheiros (regras 2, 12, 13, 14, 15 e 16).

### 3.3 Valorização final

A valorização geral que fiz sobre o conjunto do *corporate governance* pode, a meu ver, transladar-se perfeitamente para o processo espanhol representado neste momento pelo *Relatório Olivencia*, tanto nos aspectos positivos como quanto às suas sombras. As críticas que se expuseram em círculos académicos, entre outros por mim mesmo (San Pedro, 1999, p.350 et seq.), pondo em relevo estes e outros aspectos insatisfatórios, foram percebidas erroneamente por alguns como uma impugnação global do processo (Alfaro, 1999, p.947 et seq.). Pelo menos no que me respeita, esta não é nada a minha intenção. Creio que o documento, apesar de todos os mas, supõe um avanço significativo, trazendo pelo menos concreção em muitos aspectos onde as normas legais espanholas não são precisamente um modelo de precisão.<sup>39</sup> Por outro lado, o seu conteúdo é tecnicamente muito correcto, é inclusivamente em certos pontos brilhante – neste sentido, longe de desvalorizar outros documentos similares, julgo que este é dos mais destacados – e os seus diagnósticos são geralmente, creio, acertados.

Quanto às recomendações, em termos gerais e tendo em conta os limites de partida impostos aos trabalhos da Comissão redactora, merecem-me também um juízo global favorável, ainda que em aspectos concretos possa discrepar quanto a uma ou outra solução. Não obstante, observo em alguns pontos certa falta de ousadia nas propostas da Comissão, explicável quiçá pelo seu desejo expresso, manifestado em diversos lugares, de actuar com tacto e prudência. Em particular parecem-me tímidas, para não dizer complacentes, as observações e recomendações referidas à acumulação das funções de presidência do órgão e de primeiro executivo da sociedade no *Presidente do Conselho*, que o Relatório legitima, em contraste com outros documentos do processo, sem ter em atenção que esta acumulação de funções é, seguramente, uma das causas do problema de descontrolo que se quer

<sup>39</sup> O que não obsta, naturalmente, à introdução de melhorias no direito legal espanhol quanto a esta matéria – assim o revela também uma simples comparação com o direito de outros países com idêntico sistema. E assim parece tê-lo entendido a própria CNMV quando, ao renovar o encargo da Comissão para (como se disse) rever e actualizar o Código de Bom Governo, ampliou a sua missão à possível recomendação de reformas legais.

remediar.<sup>40</sup> A mesma opinião tenho relativamente ao tema crucial da *independência dos auditores ou revisores oficiais de contas*. Neste último ponto, o Direito espanhol foi reformado em 1995, por claras pressões do poderoso *lobby* das grandes empresas de auditoria, substituindo a sã regra da rotação estabelecida no texto anterior de 1989 –<sup>41</sup> que, diga-se o que se disser, é a única efectiva para impedir a fidelização dos revisores às empresas auditadas (e que, seja dito de passagem, é por esta razão recomendada por outros textos do processo, como o *Relatório Cadbury*, nº 5.12) – pela possibilidade de reeleições indefinidas.<sup>42</sup> A limitação derivada da imposição de um limite máximo da cifra de negócios da sociedade auditora, sugerida pelo *Relatório Olivencia*, mais que assegurar a independência efectiva, conduz a oligopolizar ainda mais um sector, o das grandes sociedades de auditoria, impedindo na prática que sociedades de menores dimensões possam entrar a disputar o atractivo mercado das revisões oficiais de contas das sociedades cotadas.

Também me merece um juízo desfavorável o inexplicável silêncio do Relatório sobre o grave problema das cláusulas de *blindagem societária*, presentes em grande número de sociedades cotadas espanholas para impedir aquisições ou mudanças não amigáveis no controlo, via OPA hostil ou através de outros mecanismos (recomposição de pactos parassociais etc.),<sup>43</sup> e cuja manifestação mais preocupante vem a ser a limitação do número máximo de votos por accionista, aparentemente legitimada pelo artigo 105, 2 da Lei das sociedades anónimas (Sánchez Andrés, 1994, p.33 et seq.; Tobio Rivas, 1995; Recalde, 1996).

Em minha opinião estes mecanismos anti-mercado são insustentáveis numa economia que se diz aberta à concorrência e ao investimento estrangeiro, e servem, mais que ao presumido interesse da sociedade e de seus accionistas, o interesse de os gestores actuais se perpetuarem no cargo, pelo que no fundo propiciam gestões pouco eficientes, ao impossibilitarem que o mercado funcione como *market for corporate control*.<sup>44</sup> De acordo com estas considerações, o Direito alemão, num exemplo que o espanhol deveria seguir, eliminou recentemente a possibilidade de estabelecer estas limitações nas sociedades cotadas.<sup>45</sup>

Que se pode dizer da efectividade prática do Relatório? Intuitivamente alguns casos recentes, como o da *Telefónica*, uma das sociedades mais representativas do mercado espanhol, não transmitem precisamente uma imagem demasiado alentadora, pois apesar de esta sociedade ter seguido algumas práticas duvidosamente compatíveis com as finalidades do processo, e apesar da grande repercussão so-

<sup>40</sup> Sobre este tema, com maior detalhe, ver Sacristán (1999, p.265 et seq.) que questiona, com argumentos convincentes, os contrapesos que o Relatório recomenda estabelecer aos Presidentes Executivos, dentro do próprio Conselho. Elogia, em contrapartida, a posição do Relatório Olivencia neste ponto, Alfaro (1999, p.952).

<sup>41</sup> Esta regra estava no anterior artigo 204, da Lei das sociedades anónimas, e impedia a reeleição do mesmo revisor oficial de contas até que tivessem passado três anos desde o período anterior.

<sup>42</sup> Mantém esta mesma opinião Paraiso (1999, p.404 e 405).

<sup>43</sup> Considera também crítico o silêncio do Relatório neste ponto Ledesma (1999, p.656).

<sup>44</sup> Desenvolvendo amplamente estes argumentos, numa óptica de análise económica, Cuervo (1999, p.172 et seq.).

<sup>45</sup> Nova redacção do nº 134, 1 da Lei de (sociedades por) ações (Aktiengesetz), introduzida pela já mencionada Kon TraGesetz de 1998.

cial,<sup>46</sup> tais práticas não se traduziram negativamente nas suas cotações, não impediram que as mesmas continuem crescendo de maneira considerável, muito acima da média do mercado. O que faz duvidar, pelo menos no caso espanhol, das virtualidades do mercado para controlar os avanços das sociedades cotadas em matéria de bom governo, como o *Relatório Olivencia* pressupunha.

Estudos recentes,<sup>47</sup> apoiados já em dados reais, também não desmentem esta imagem negativa. Resulta destes estudos que, até à data, praticamente dois anos depois da publicação do *Relatório Olivencia*, mais de 50% das 144 sociedades cotadas que existem em Espanha não forneceram informação sobre as suas regras de governo nos respectivos documentos anuais, e só uma em cada três sociedades comunicou à CNMV os regulamentos dos seus conselhos de administração recolhendo as pertinentes regras.<sup>48</sup> É também preocupante o escasso cumprimento das recomendações do *Relatório Olivencia* relativamente a uma das peças chave de todo o processo de reforma, que é a figura do conselheiro independente. Neste ponto, os citados estudos indicam que uma em cada cinco sociedades, das que dizem ter assumido o Código de Bom Governo, não integrou ainda nenhum conselheiro independente, e 29% das mesmas limitou a integração a entre um e três independentes, número manifestamente escasso. Contudo, o pior, a meu ver, é que em muitos casos nos quais formalmente se nomearam conselheiros independentes, as sociedades limitaram-se a designar como tais pessoas que já faziam parte dos seus conselhos – o que faz duvidar da seriedade da medida.<sup>49</sup> Noutros aspectos, em que o Relatório não era terminante mas manifestava certa tendência para que se produzissem algumas modificações, as coisas estão praticamente como estavam. Assim sucede com os Presidentes, que em 63% dos casos continuam acumulando funções executivas, ou com o estabelecimento de idades de reforma, que 60% das empresas não fixou ou, se fixou, não afectam o Presidente (como é o caso da também recém privatizada e muito significativa sociedade ENDESA). Quanto às remunerações, como evidencia com clareza o caso da *Telefónica*, a opacidade parece ser também a regra geral, ainda que com algumas excepções significativas (aponta-se a dos bancos BSCH e Popular). Finalmente, a estendida prática da *blindagem societária*, à qual aderiram empresas recentemente privatizadas como *Telefónica* e *ENDESA*, que representam entre 8% e 10% do PIB espanhol, acabam por transparecer uma situação nestes pontos que, como mínimo, não é a que fazia pressagiar a publicação do Relatório.<sup>50</sup>

<sup>46</sup> Embora esta empresa tenha sido uma das primeiras a dotar-se de uma regulamentação Interna de bom governo (e isso é elogiável), posteriormente adoptou medidas que poderiam considerar-se contraditórias com as finalidades do processo, como foi a introdução de fortes cláusulas de blindagem, que beneficiam os actuais gestores (indirectamente nomeados pelo Governo quando a empresa era pública, antes de ser privatizada por completo), e a adopção de remunerações para os conselheiros e altos directores em forma de opções sobre acções, que pelo elevado montante e opacidade são dificilmente coonestáveis com as recomendações do processo neste ponto (assim entendeu também o legislador ao modificar a legislação neste último ponto).

<sup>47</sup> Trabalhos da consultora Spencer Stuart, divulgados no artigo de Gómez (2000, p.5 e 6), que se segue no que se indica a seguir.

<sup>48</sup> Para facilitar a elaboração destes regulamentos, a CNMV publicou um Regulamento-tipo, reproduzido na obra de Velasco (1999, p.741).

<sup>49</sup> Quando anteriormente aludi aos problemas de trasladação de modelos éticos próprios de outras culturas para os países latinos, e ao risco de que se adoptasse a forma mas não o fundamento dos mesmos, estava-me referindo precisamente a isto. Há um refrão espanhol que indica esta mentalidade, contra a qual é difícil lutar: "hecha la Ley, hecga la trampa", que em outra variante, também latina e bem lampedusiana, pode equivaler ao "tenemos que cambiarlo todo para que todo siga igual".

<sup>50</sup> Coincide e abunda nesta impressão pessimista de Gómez (2000, p.5 e 6).

## Referências

- ALCALÁ. *El deber de fidelidad de los administradores: el conflicto de interés Administrador-Sociedad*. In: VELASCO, Esteban (coord.). *El gobierno de las sociedades cotizadas*. Madrid, 1999.
- ALFARO. Imperialismo económico y dogmática jurídica. *Revista de Derecho Mercantil*, 1999.
- AMERICAN LAW INSTITUTE. *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, 2 v., 1994.
- AJURA ROJO, Luis. La Sociedad Anónima como problema. *Revista de Derecho Mercantil*, 1998.
- ARRUÑADA, Benito. *Teoría contractual de la empresa*. Marcial Pons – IDELCO, Madrid, 1998.
- ARTIGAS, Rodrigues. *La representación de los accionistas en la Junta general de la Sociedad Anónima*. Madrid, 1990.
- BERLE, Adolph; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation and Private Property*. New York, 1932.
- BIANCHI, L. A. Corporate Governance. Considerazioni introduttive. *Rivista Delle Società*, 1997.
- BISBAL MÉNDEZ, Joaquim. El nuevo derecho concursal francés. *Revista de Derecho Bancario y Bursatil V*, 1985.
- \_\_\_\_\_ El gobierno de las compañías mercantile: teoría, materiales y práctica. *Revista de Derecho Mercantil*, 1997.
- CARVER, John. *Corporate Governance – Capitalism's Fellow Traveler*. In: MACMILLAN PATFIELD, Fiona. *Perspectives on Company Law: 2*, Institute of Advanced Legal Studies, University of London. Kluwer Law International: London, 1997.
- CUERVO. El mercado de control de empresas, El 'blindaje' de los directivos e del 'núcleo duro', em AA.VV. Una década de transformaciones en los mercados de valores españoles.
- DE LA VEGA, Don José. *Confusión de Confusiones*. Amsterdam, 1688.
- FEDDERSEN, Dieter; HOMMELHOFF, Peter; SCHNEIDER, Uwe H. (Hrsg). *Corporate Governance, Optimierung der Unternehmensführung und der: Unternehmenskontrolle im deutschen und amerikanischen Aktienrecht*. Köln/Colonia: Otto Schmidt Editor: 1996.
- FLORES DOFLA, María de la Sierra. *Participaciones recíprocas entre sociedades de capital*. Pamplona: Editorial Aranzadi, 1998.
- FÖRSCHLE, Gerhart. Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich – KonTraG – Umfrage unter Führungskräften börsennotierter. Der Betrieb, Heft 18, 1998.
- GANDARA, Fernandez De La. El debate actual sobre el gobierno corporativo. In: VELASCO, Esteban. Op cit.
- GARRIGUES, Joaquín. *Nuevos hechos, nuevo Derecho de sociedades anónimas*. Madrid, 1998.
- GOMÉZ, Carlos Las sociedades se saltan el Código, em Negócios, suplemento do jornal *El País*, de 23 de janeiro de 2000, p. 5 e 6.
- GONDRA ROMERO, José Maria. ¿Tiene sentido impartir justicia con critérios de economía? *Revista de Derecho Mercantil*, 1997.
- HOPT, Klaus J.; KANDA, Hideki; ROE Mark J.; WYMEERSCH, Eddy; PRIGGE, Stefan (ed.). *Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research*. Oxford, 1998.



- KIRCHNER, Pere; SALINAS, Carlos. *La reforma de la Ley del mercado de valores*. Turant lo Blanch, Valencia, 1999.
- JUSTE. Retribución de consejeros. In: VELASCO, Esteban. Op cit.
- LEDESMA, Alonso. El papel de la Junta general en el gobierno corporativo de las sociedades de capital. In: VELASCO, Esteban. Op cit.
- LINGEMANN, Stefan. Mehr Kontrolle und Transparenz im Aktienrecht: Das KonTraG tritt im Kraft. In: *Betriebs-Berater*, Heft 17, 1998.
- LLEBOT. La geometría del capital social. *Revista de Derecho Mercantil*, 1999.
- MACMILLAN PATFIELD, Fiona. *Perspectives on Company Law: 2*, Institute of Advanced Legal Studies, University of London, Kluwer Law International, London, 1997.
- MARCHETTI, Piergaetano. Osservazioni sui profili societari della bozza di TU dei mercati finanziari. *Rivista delle società*, 1998.
- OLIVENCIA RUIZ, Manuel. Manager's Revolution/ Independents Counter-Revolution (ensayo sobre una nueva fase de la evolución de la Sociedad Anónima. In: *Estudios en homenaje al Prof. Menéndez*. Madrid, 1996.
- PARAISO, Sanz. Las comisiones de auditoría y cumplimiento. In: VELASCO, Esteban. Op cit.
- PINTO, Arthur R.; VISENTINI, Gustavo. *The Legal Basis Of Corporate Governance In Publicly Held Corporations: A Comparative Approach*, Kluwer Law International, The Hague – London – Boston, 1998.
- POSNER, Richard A. *Economic Analysis of Law*. 4 ed. Boston-Toronto-London, 1992.
- RAPPAPORT, Alfred. *Creating Shareholder Value*. The New Standard for Business Performance, New York, 1986.
- RECALDE CASTELLS, Andrés. *Limitación estatutaria del derecho de voto em las sociedades de capital*. Madrid, 1996.
- REPORT OF THE COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE. London: GEE and Co. Ltd, 1992.
- RODRÍGUEZ ARTIGAS. El deber de diligencia. In: VELASCO, Esteban. Op cit.
- RODRIGUEZ, C. Paz-Ares. La infracapitalización: una aproximación contractual. In: *Derecho de sociedades de responsabilidad limitada*. Madrid, 1996.
- \_\_\_\_\_. Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de sociedades? (reflexiones a propósito de la libertad contractual en la nueva LSRL). In: RODRIGUEZ, C. Paz-Ares (coord.). *Tratando de la Sociedad Limitada*. Madrid, 1997.
- ROE, Mark J. *Strong Managers Weak Owners. The Political Roots of American Corporate Finance*. Princenton, 1994.
- RONCERO SANCHEZ, Antonio. *La representación del accionista en la Junta general de la Sociedad Anónima*. Madrid, 1996.
- SACRISTAN. El Presidente del Consejo. In: VELASCO, Esteban. Op cit.
- SAN PEDRO, Velasco. La adquisición de acciones propias: problemas de política jurídica y tendencias legislativas. *Revista de Derecho de Sociedades*, n. 11, 1999.
- \_\_\_\_\_. *Nota introductoria a Sociedades de capital y mercados de valores: Normas Básicas*. Valladolid: Lex Nova, 1990.
- SÁNCHEZ ANDRÉS. Sociedad Anónima modelo 1998. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente. Madrid, 1999.
- \_\_\_\_\_. Las cláusulas de "blindaje" con especial referencia a las sociedades cotizadas, em Anales de la Academia Matritense del Notariado, 1994.

- SANZ, Martinez. *Provisión de vacantes en el Consejo de Administración de la Sociedad Anónima*. Pamplona, 1994.
- TOBIO RIVAS, Ana. *Limitaciones de los derechos de asistencia y voto del accionista (artigo 105 LSA)*. Madrid, 1995.
- TRIAS. *Los inversores institucionales y las grandes sociedades*. Madrid, 1998.
- UREBA, Alonso. El gobierno de las grandes empresas: reforma legal versus códigos de conducta. In: VELASCO, Esteban (coord.). *El gobierno de las sociedades cotizadas*. Madrid, 1999.
- \_\_\_\_\_; RONCERO SANCHEZ, Antonio. Sistema de elección de consejeros. Comité de nombramiento. In: VELASCO, Esteban. Op cit.
- VELASCO, Esteban (coord.). *El gobierno de las sociedades cotizadas*. Madrid, 1999.
- \_\_\_\_\_. La renovación de la estructura de la administración en el marco del debate sobre el gobierno corporativo. In: VELASCO, Esteban. Op. cit.
- VISENTINI, Gustavo. Osservazioni sulla recente disciplina delle società azionarie e del mercato mobiliari. *Rivista delle società*, 1998.
- WEBER, Max. *La ética protestante y el espíritu del capitalismo*. Trad. castellana. Barcelona, 1988.