

GOVERNAÇÃO EMPRESARIAL NAS FILIAIS DE GRANDES EMPRESAS EM PAÍSES
EM DESENVOLVIMENTO: O CASO DA MOZAL EM MOÇAMBIQUE

Agostinho Alice Osumane Domingos

Projecto de Mestrado
em Gestão

Orientador:
Professor Doutor José Paulo Esperança, ISCTE Business School,
Departamento de Finanças

Maio 2010

GOVERNAÇÃO EMPRESARIAL NAS FILIAIS DE GRANDES EMPRESAS EM PAÍSES
EM DESENVOLVIMENTO: O CASO DA MOZAL EM MOÇAMBIQUE

Agostinho Alice Osumane Domingos

Projecto de Mestrado
em Gestão

Orientador:
Professor Doutor José Paulo Esperança, ISCTE Business School,
Departamento de Finanças

Maio 2010

RESUMO

Apesar de ser um tema debatido desde muito no meio empresarial, só nas últimas duas ou três décadas o tema do governo das sociedades passou para a esfera académica enquanto se intensificava no seio das empresas. A razão inequívoca deste incremento de interesse está relacionada com os recentes escândalos financeiros causados por má gestão de empresas que tiveram influência nos mercados de capitais sobretudo nos continentes americano e europeu e que conduziram a desaires dos mercados, sobretudo o americano. Foi neste contexto que se apertou o cerco à gestão das empresas, através de um quadro legal mais exigente com a criação de princípios de governo das sociedades.

O presente estudo visa compreender se os mega-projectos estrangeiros em Moçambique, se regem por princípios de governo das sociedades internacionalmente aceites, deste modo tendo-se baseado no caso da Mozal, empresa moçambicana de fundição de alumínio do grupo australiano BHP Billiton. Foi, então, feito um levantamento das práticas de gestão da empresa para apurar se as mesmas são semelhantes aos dos princípios internacionais de governo das sociedades.

E para o seu enquadramento, foram revistas algumas das teorias que envolvem o conceito de governo das sociedades, baseado nas contribuições mais relevantes sobre este tema.

A conclusão é ainda um passo para o apuramento do objectivo do trabalho. Tira-se no entanto a conclusão de que a Mozal tem elaborado um guia muito aproximado aos princípios internacionalmente aceites, embora tenha de elevar o seu nível de governo.

Palavras-chave: governo das sociedades, conselho de administração, teoria de agência, divulgação de informação

Classificação J.E.L: G34, K40

ABSTRACT

Although it has been long debated at the business level, only the last two or three decades has corporate governance becomes a central topic within the academic sphere. The clearly reason for this increase of interest is related with recent financial scandals caused by mismanagement of companies that influenced the capital markets especially in North American and European continents and led to the markets failures, especially the American one. It is here that the siege was tightened to the management of enterprises through legal instruments to its management and the establishment of principles of corporate governance.

This study aims to understand whether foreign mega-projects in Mozambique are governed by principles of corporate governance internationally accepted, thus was based on the case Mozal, the Mozambican company Australian group BHP Billiton. A survey of the practices of this company was carried out for the establishment of harmony according of international principles of corporate governance.

The main theories and contributions involving the concept of corporate governance were revised.

The conclusion is yet a step towards the objective of the work in relation to foreign mega-projects and corporate governance policies comparing international principles. We conclude that Mozal has generally adopted internationally accepted principles and is very close to the presented principles in this study, although Mozal still needs to raise the standards of corporate governance.

Keywords: corporate governance, boards of directors, agency theory, disclosure.

JEL Classification: G34, K40

AGRADECIMENTOS

A realização da presente tese de mestrado em gestão foi um desafio pelas inerentes dificuldades de um trabalho deste cariz, pelo que, só com ajuda de professores, familiares, colegas e amigos foi possível ser alcançado.

Um grande agradecimento a todos estes intervenientes directos e indirectos que ajudaram na concretização do presente estudo.

Quero endereçar um especial agradecimento ao Professor Doutor José Paulo Esperança, pela sua preciosíssima ajuda em todo trabalho, que, primeiramente por ter acedido ao pedido para orientar o trabalho, pelas sugestões dadas sobre temas a escolher no vasto leque do campo da gestão e, sobretudo, pela constante disponibilidade para opinar e sugerir melhores caminhos no decorrer da elaboração da tese.

Agradecia à Dr.^a Catarina Salite, gestora da Mozal, pelo contributo no fornecimento de dados sobre a empresa para o estudo de caso e pela constante disponibilidade para aceder aos pedidos que lhe foram feitos.

Quero agradecer a todos docentes que leccionaram a parte curricular do Mestrado Executivo de Gestão.

Termino com o agradecimento muito especial aos meus pais e irmãos. Animicamente foram a minha fonte de inspiração e onde fui buscar as forças necessárias para prosseguir com este grande desafio.

ABREVIATURAS

CDC – Commonwealth Development Corporation

CEO - *Chief Executive Officer*

COFACE – Compagnie Française d’ Assurance pour le Commerce Extérieur

DBSA – Development Bank of Southern Africa

DEG – Deutsche Investitions und Entwicklungsgesellschaft

EDC – Export Development Corporation

EIB – European Investment Bank (Banco Europeu de Investimento)

EUA – Estados Unidos da América

IDC – Industrial Development Corporation

IFC – International Finance Corporation

JBIC – Japan Bank for International Cooperation

LME – London Metal Exchange

OCDE – Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico

PROPARCO - Société de Promotion et de Participation pour la Coopération
Economique S.A.

SPE – Sociedade de Propósito Específico

ÍNDICE

RESUMO	i
ABSTRACT	ii
AGRADECIMENTOS	iii
ABREVIATURAS	iv
ÍNDICE DE TABELAS E FIGURAS	vii
CAPÍTULO I. INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO II. Governo das Sociedades – Fundamentação teórica	3
2.1 Enquadramento	3
2.2 Conceito e importância do Governo das Sociedades	4
2.3 Teoria de Agência	7
2.4 Teoria de custos de transacção	11
2.5 Comparação entre a teoria de agência e teoria de custo de transacção	12
2.6 <i>Stakeholders</i> e mecanismos do Governo das Sociedades	13
2.6.1 Accionistas	13
2.6.2 Conselho de Administração	15
2.6.3 Protecção Legal	17
2.6.4 Divulgação da informação	19
2.7 O Governo das Sociedades no mundo	22
2.8 Princípios de Governo das Sociedades	26
2.8.1 Relatório Cadbury	26
2.8.2 OCDE	27
CAPÍTULO III. Estudo de caso – A Mozal – Fundação de Alumínio	31
3.1 Descrição do projecto	31
3.2 Mozal e o seu contributo para Moçambique	34
3.3 Concepção Jurídica e os Accionistas do Projecto Mozal	36
3.4 Estrutura de Financiamento	39

CAPÍTULO IV. Práticas de Governo das Sociedades na Mozal.....	42
4.1 Divulgação de informação	42
4.2 Accionistas	42
4.3 Administração	43
4.3.1 Conselho de administração	43
4.4 Remunerações	47
4.5 Conselho fiscal.....	48
4.6 Auditoria	48
4.7 Comissões do Conselho	49
4.7.1 Comissão de auditoria	49
4.7.2 Política de Remunerações (Comissão de Remunerações).....	49
4.8 Contabilidade e Auditoria	51
4.8.1 Os relatórios financeiros	51
4.8.2 Controlo Interno	51
4.9 Conduta de Negócios	52
4.10 <i>Going concern basis</i>	52
4.11 Observância.....	53
4.12 Políticas e participação do empregado	53
4.13 Política de pagamentos aos fornecedores.....	53
CONCLUSÕES	54
BIBLIOGRAFIA	57
ANEXOS	63
Relatório Cadbury - Código de Práticas Recomendáveis.....	63

ÍNDICE DE TABELAS E FIGURAS

Tabela 1 - Visão Geral da Teoria de Agência	8
Tabela 2 - Diferenças básicas entre a Teoria Agência e a Teoria Transacção	13
Tabela 3 - Estrutura de Propriedade das Empresas Europeias Cotadas	24
Tabela 4 - Classificação da Protecção legal dos investidores de acordo com a origem das leis.....	26
Tabela 5- Estrutura accionista	38
Tabela 6 - Estrutura de financiamento.....	41
Tabela 7 – Membros representantes dos accionistas da Mozal	46
Tabela 8 - Membros das comissões	46
Tabela 9 - Membros do conselho de administração	47
Figura 1 - Vista aérea da fábrica Mozal	34
Figura 2 - Localização de Moçambique no continente africano	34
Figura 3 - Stakeholders da Mozal.....	39

CAPÍTULO I. INTRODUÇÃO

A organização económica do sistema capitalista enfatiza a importância de um mercado livre como mecanismo para o movimento e acumulação de capital. Mas para tal, no novo paradigma empresarial, precisamos de muitos requisitos para levar a cabo um mercado livre e globalizado¹ em que os bens são transaccionados entre países, criando a integração mundial das economias. Porém este fenómeno tem o seu auge nos dias de hoje, é neste contexto que a empresa se tem esmerado em alargar o seu negócio para lá das suas fronteiras, originando oportunidades e também acrescidos desafios.

O surgimento do mercado de capitais vem na sequência da teoria capitalista, em que as empresas através da emissão de títulos naquele mercado viabilizam o processo de capitalização. Este é assim um outro meio utilizado pelas empresas para se "globalizarem".

Com a globalização e a liberalização do mercado de capitais verificadas a partir de finais dos anos 80, os escândalos financeiros passaram a ter impactos mais amplos: ultrapassam facilmente o mercado geográfico em que as empresas estão sediadas, quando antes os seus efeitos fora desse mercado eram praticamente negligenciáveis.

Os recentes princípios que têm sido publicados em resposta a esses acontecimentos, têm como objectivo evitar que tais situações se voltem a repetir ou que as suas consequências tenham menos impacto de que tiveram. Têm, então, sido publicados regulamentos e códigos de boas práticas, em vários países, no que concerne ao governo das sociedades.

Neste âmbito os aspectos referidos sobre o tema, muito abordado actualmente, foram a motivação para efectuar uma pesquisa a nível das grandes empresas presentes em países em vias de desenvolvimento, utilizando no caso de Moçambique, pelo que pretendeu-se responder a seguinte questão: Será que estas práticas são estendidas a economias periféricas onde os mercados e respectivo quadro normativo ainda não estão plenamente desenvolvidos, como é o caso de Moçambique?

¹ A globalização é um fenómeno capitalista e complexo que começou na era dos descobrimentos e que se desenvolveu a partir da Revolução Industrial. Mas o seu conteúdo passou despercebido por muito tempo, e hoje muitos economistas analisam a globalização como resultado do pós Segunda Guerra Mundial, ou como resultado da Revolução Tecnológica.

Para elaboração do trabalho seguiu-se a metodologia de investigação do Estudo de Caso, cujas principais fontes foram contactos realizados directamente com a Mozal, nomeadamente com a Dr.^a Catarina Salite, que forneceu os Relatórios e Contas da Mozal dos anos de 2006/2007 e 2008/2009, os Relatórios e Contas dos accionistas da Mozal, o Grupo BHP Billiton, IDC e Mitsubishi e ainda foi recolhida informação através das páginas de internet dos mesmos accionistas e igualmente através da página oficial do Governo de Moçambique, também accionista da Mozal.

O presente estudo foi organizado em 4 capítulos.

No capítulo 2 é analisada a fundamentação teórica, onde foi feito um enquadramento à questão do governo das sociedades, enfatizando os recentes escândalos financeiros e assinalando alguns dos mesmos como tendo estado na origem da mais recente preocupação sobre estas práticas de gestão. Prossegue-se com a definição do conceito de governo das sociedades, são abordadas as teorias de agência e de custos de transacção. O capítulo encerra com a descrição de dois princípios muito em voga no que concerne ao tema, nomeadamente, OCDE e *Cadbury*.

No capítulo 3 é iniciado o Estudo de Caso Mozal. São descritos aspectos envolventes da criação do projecto Mozal, o seu contributo para a economia de Moçambique, bem como os apoios que a Mozal deu na vertente social à comunidade local enquadrados na sua política de responsabilidade social. A seguir é apresentado o projecto Mozal ao pormenor, onde são apresentadas, por exemplo, as etapas que antecederam a sua entrada em funcionamento. O capítulo culmina com a descrição da estrutura accionista da Mozal.

O capítulo 4 é dedicado às práticas do governo das sociedades da Mozal. São apresentados os órgãos que fazem parte da gestão e a sua atitude perante os accionistas. Aborda-se, também neste capítulo o papel importante das comissões existentes no apoio ao conselho de administração.

A conclusão do trabalho é feita na parte final que, em linhas gerais, destaca as boas práticas de governo de sociedades perpetradas pela Mozal e a sugestão de que as empresas moçambicanas deverão olhar para exemplos como este para promoverem esforços de práticas de gestão e consequentemente elevarem para patamares internacionais no que concerne ao governo das sociedades.

CAPÍTULO II. Governo das Sociedades – Fundamentação teórica

2.1 Enquadramento

O problema relacionado com o governo das sociedades, sendo um assunto que tem sido estudado desde há muito, sofreu nos anos 90 um importante impulso, tendo extrapolado da esfera académica para o centro do debate institucional e despoletado uma série de medidas de política e de tomadas de posição por parte de áreas governamentais ou de esferas conexas. Neste enquadramento inseriram-se, quer (1) os múltiplos relatórios de grupos de peritos (tais como os relatórios de *Cadbury*, de *Greenbury* e de *Hampel*, para o Reino Unido, o relatório de Vienot, para França, e os relatórios de comissões especificamente criadas para o efeito na Alemanha, em Espanha, na Holanda ou em Itália), quer a emissão de recomendações sobre vários assuntos relacionados com o governo das sociedades(2) por parte de organismos internacionais, como a OCDE e (3) por parte de agências de supervisão dos mercados de valores mobiliários (Alves e Mendes, 2001).

Para Shleifer e Vishny (1997), as questões que rodeiam a questão do governo das sociedades resumem-se ao problema de agência, muitas vezes referida como a separação entre a gestão e a propriedade, com a gestão em certas situações a funcionar como agente de si própria em vez de agente dos investidores.

No livro *The modern corporation and private property* (1932), Adolf Berle e Gardiner Means, já falavam desta problemática comportamental ao afirmarem que os administradores ao gerirem mais capitais de terceiros do que seu próprio não teriam a mesma preocupação se a situação fosse inversa, como é no caso das sociedades privadas.

A preocupação com o governo das sociedades tem sido particularmente notória nos últimos 20-30 anos, o que de acordo com Becht *et al.* (2003) se deveu fundamentalmente aos seguintes acontecimentos:

- Onda mundial de privatizações nas últimas duas décadas, que veio colocar a questão sobre como é que as empresas privatizadas deveriam ser dirigidas e controladas. Muitas destas privatizações foram conduzidas através de Ofertas Públicas de Venda (OPV's), o que veio a dinamizar bastante os mercados de acções (Banco Mundial, 2002, p. 60) e a chamar a atenção para a protecção dos pequenos accionistas.
- Reforma dos fundos de pensões, com cada vez mais poupanças a serem canalizadas para planos de contribuição definida de investidores institucionais, levando estes a serem um dos grandes detentores de activos e, conseqüentemente, com larga influência no governo das sociedades.
- Fusões e aquisições e
- integração dos mercados de capitais a nível mundial e a promoção de regras relativas ao governo das sociedades em mercados emergentes (Europa de Leste ou Ásia, p.e.), como forma de proteger e encorajar o investimento estrangeiro nesses mercados.
- A crise asiática de 1998 e
- os escândalos financeiros e falências de empresas ocorridos recentemente nos EUA.

2.2 Conceito e importância do Governo das Sociedades

O governo das sociedades é um conceito relativamente novo, quer nos debates públicos quer a nível académico, embora o seu estudo não o seja. O estudo tem as suas raízes nos trabalhos de, entre outros, Berle e Means (com a publicação em 1932 do livro *The Modern Corporation and Private Property*) e, mais cedo ainda, de Adam Smith (com a publicação em 1776 do seu livro *The Wealth of Nations*).

Shleifer e Vishny (1997) definem governo das sociedades como o conjunto de mecanismos através dos quais os fornecedores de recursos asseguram o retorno dos seus investimentos.

Zingales (1998) refere que a afectação da propriedade, a estrutura de capital, os sistemas de incentivos dos gestores, os conselhos de administração, a pressão dos investidores institucionais, a competição no mercado de factores, a estrutura organizacional, etc., podem ser vistos como instituições que afectam o processo através do qual as *quasi-rendas*² são distribuídas. Consequentemente, define governo das sociedades como *the complex set of constraints that shape the ex-post bargaining over the quasi-rents generated by a firm* – um conjunto de restrições que moldam a negociação *ex-post* dos resultados gerados pelas empresas.

Para Cadbury (2002), a palavra *governance* é de uma família que remonta os tempos de Chaucer³ e no seu tempo a mesma trazia consigo a conotação de sábia e responsável, que é apropriado.

Em Cadbury (1992), o governo das sociedades é definido como sendo “o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e controladas”, desenvolvendo a OCDE um pouco mais este conceito ao indicar que “envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus accionistas e outros sujeitos com interesses relevantes. O governo das sociedades estabelece também a estrutura através da qual são fixados os objectivos da empresa e são determinados e controlados os meios para alcançar esses objectivos. Um bom governo das sociedades deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objectivos que sejam do interesse da empresa e dos seus accionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz.” (OCDE, 2004).

² Os investimentos específicos de uma determinada relação empresarial geram “quasi-rents” próprios. Klein *et al*(1978). Caracterizam-se como retorno proveniente da sua utilização numa transacção que envolve investimentos específicos, por comparação com outro emprego alternativo.

³ Geoffrey Chaucer (c. 1343 - 25 de outubro, 1400) foi um escritor, filósofo, cortesão e diplomata inglês. Embora tenha escrito muitas obras, é mais lembrado pela sua obra narrativa inacabada, Os Contos da Cantuária ("The Canterbury Tales" em inglês), uma das mais importantes da literatura inglesa medieval.

Como afirma Silva *et al.* (2006), no livro intitulado “Livro branco sobre o Corporate Governance em Portugal”, o governo das sociedades, é precisamente, o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, com o objectivo de assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, com eficiência e eficácia, as suas actividades e relações contratuais apropriadas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência.

Com este significado, os autores prosseguem ao dizer que o governo das sociedades visa compreender todos os mecanismos que respeitam à determinação da vontade da empresa e à sua concretização, tanto no que toca ao nível da definição do tipo de actividades económicas a desenvolver, como no que se refere à organização operacional dessas actividades, seja na tomada de decisões de financiamento dos respectivos investimentos, seja no que respeita à devolução dos recursos investidos aos seus proprietários ou à sua remuneração sob a forma de dividendos.

A par das estruturas que tomam decisões em nome da empresa, integram o governo das sociedades, outros mecanismos que controlam e fiscalizam esse exercício e que visam garantir que a empresa é gerida de modo eficaz, eficiente e consentâneo com os seus interesses. Por outras palavras, o governo de cada empresa deve contemplar mecanismos que induzam a uma eficiente afectação de recursos e mecanismos que exijam a responsabilização pelo modo como esses recursos são usados.

Governo das sociedades, *Corporate Governance*, em termos latos, é utilização de mecanismos através dos quais os accionistas externos protegem-se da expropriação dos seus fundos por parte dos gestores e os accionistas maioritários, os envolvidos na gestão (La Porta *et al.*, 2000).

Jensen e Meckling (1976) relatam a expropriação como sendo o problema de agência, onde a focam no uso dos benefícios por parte dos gestores e outros tipos privilégios. Significa que os gestores utilizam os lucros da empresa para benefício próprio ao invés de distribuírem os dividendos aos investidores.

Contudo para Cadbury (2002), o ponto comum nas definições de governo das sociedades, remete para os limites impostos às companhias e aos seus dirigentes na gestão de fundos alheios. Estes limites são definidos pelas leis e regulamentos, pelos investidores, pelos accionistas em geral, constituição das próprias empresas e a opinião pública.

De acordo com IBGC (2007) – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, o governo das sociedades é um sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitorizadas, envolvendo os relacionamentos entre accionistas, conselho de administração, gestores, auditorias independentes e conselho fiscal, sendo estas as ferramentas principais que asseguram o controlo da propriedade sobre a gestão.

2.3 Teoria de Agência

A relação de agência é considerada como um contrato, explícito ou implícito, sob o qual uma ou mais pessoas, o(s) principal(ais), levam a que outra, o agente, actue em sua representação, o que envolve delegação de poder de decisão no agente (Esperança e Matias, 2005).

De acordo com Eisenhardt (1989), durante os anos 60 e no início dos anos 70, economistas estudaram a partilha do risco entre os indivíduos e grupos (como foi o exemplo de Arrow, 1997; Wilson, 1968). Essa literatura descreveu o problema da partilha do risco como um que é originado quando partes que cooperam tem atitudes diferentes perante o risco.

A teoria de agência tem como objectivo a resolução de dois problemas que ocorrem na relação entre o principal e o agente. O primeiro é o problema de agência que resulta quando (a) as expectativas ou objectivos do principal e do agente entram em conflito e (b) é difícil ou dispendioso para o principal verificar o que é que o agente constantemente faz. Em virtude de a unidade de análise da relação entre o principal e o agente ser o meio contratual, o foco da teoria de agência, é na determinação de um contrato que seja o mais eficiente possível para uma melhor gestão da relação destes dois actores. Esta relação contratual tem em comum alguns pressupostos, sobre as pessoas, a organização e a informação, veja abaixo a tabela 1 onde constam em termos gerais das características da teoria de agência.

Tabela 1 - Visão Geral da Teoria de Agência

Ideia Chave	<ul style="list-style-type: none">• A relação entre o principal e o agente deve reflectir uma organização eficiente de informação e de comportamento face aos custos.
Unidade de análise	<ul style="list-style-type: none">• O contracto entre o principal e o agente
Pressupostos Humanos	<ul style="list-style-type: none">• Interesse próprio,• Racionalidade limitada,• Aversão ao risco.
Pressupostos de organização	<ul style="list-style-type: none">• Conflito parcial pelos objectivos entre os participantes,• Eficiência como critério de eficácia,• Assimetria da informação entre o principal e o agente.
Pressupostos da informação	<ul style="list-style-type: none">• Informação vista como um bem comercial.
Problemas contratuais	<ul style="list-style-type: none">• Problema de agência (risco moral e selecção adversa),• Partilha de risco.
Essência do problema	<ul style="list-style-type: none">• Relações onde o principal e o agente diferem parcialmente nos objectivos e riscos (compensações, regulamentos, liderança, etc.)

Eisenhardt (1989)

Deste modo, pode-se dizer que a literatura do agente principal volta-se para a análise de como um indivíduo (o principal) estabelece um sistema de compensação (contrato) que motive outro indivíduo (o agente) a agir de acordo com o interesse do principal, (Siffert, 1996).

Segundo Jensen e Meckling, (1976), o problema de agência confina-se em torno da questão da separação da propriedade e a governação da empresa. Ainda segundo os autores, o conflito que daí origina decorre da disparidade de interesses existente entre gestores e investidores, conflito esse, o problema de agência, é o elemento essencial da visão contratual das empresas.

Este conflito tem em paralelo o problema relacionado com a assimetria da informação, uma vez que os investidores ao não possuírem informação privilegiada em relação aos gestores, exigem retornos maiores dos seus fundos por desconfiança. Na incerteza do retorno dos seus fundos, os investidores quererão garantir que os gestores não expropriem do seu capital.

Portanto a problema de agência refere a dificuldade financeira por parte dos investidores em assegurar que o seu investimento não será expropriado ou utilizado em projectos pouco atractivos.

De acordo com Gama (1999), essas divergências surgem quando o agente age em benefício próprio, mesmo antes de respeitar os compromissos assinados com o principal, dando assim lugar a conflitos que só poderão ser eliminados com recurso a custos chamados custos de agência.

Segundo Jensen e Meckling (1976) o principal pode atenuar as divergências com o agente ao estabelecer incentivos apropriados ao mesmo. O principal incorre, em consequência destes incentivos, a custos de monitorização com objectivo de limitar actividades aberrantes dos agentes. Além destes custos, existem os chamados custos de ligação (*bonding costs*), em que em algumas situações o principal terá de desembolsar para despesas em recursos, que irão garantir que o agente não irá tomar certas atitudes que o prejudiquem ou para que assegurar que o principal será compensado se o agente não tomar tais atitudes incorrectas.

É, num entanto, impossível garantir que a relação entre o principal e o agente fique a custo zero para assegurar que o agente tomará decisões do ponto de vista do principal.

É certo que as relações de agência incorrem, na maioria das vezes, a custos de monitorização e os custos de ligação (não-pecuniários bem como pecuniários)⁴ e ainda por um custo residual que é caracterizado quando o principal vê o seu bem-estar afectado devido a relação desgastante com o agente.

Os actores finalizam, explicando que os custos de agência serão o resultado da soma dos 3 custos anteriormente descritos:

- *custos de monitorização suportados pelo principal*⁵
- *custos de ligação dispendidos pelo agente*

⁴ Os benefícios pecuniários variam de acordo como o gosto dos próprios agentes e podem consistir em melhores carros, escritórios maiores, cartões de crédito, viagens, etc.

⁵ Esforço por parte dos principais para “controlar o comportamento do agente através de restrições orçamentais, as políticas de compensação, regras de funcionamento, etc.

- *custo residual.*

Tendo em conta a relação principal-agente numa organização, os accionistas podem ser vistos como os principais, os quais delegam a sua autoridade nos gestores, que serão assim os seus agentes. Os conflitos de interesse que tipicamente surgem entre ambos são:

- 1) Obtenção de benefícios não pecuniários por parte dos gestores, como os resultantes da aquisição de novas empresas, ou da frota automóvel colocada ao seu dispor, muitas vezes contraditórios com a maximização do rendimento dos accionistas;
- 2) Diferentes atitudes face ao risco – os gestores são normalmente mais avessos ao risco do que os accionistas, devido à sua riqueza estar estreitamente ligada ao desempenho da organização, enquanto os accionistas possuem um portfolio de activos diversificado, reduzindo o risco;
- 3) O facto de os gestores privilegiarem as acções de curto prazo, demonstrando sucesso, em detrimento de acções de longo prazo, mais favoráveis à organização.

Neste enquadramento é de prever que os accionistas introduzam medidas que lhes permitam fiscalizar e limitar as acções dos gestores, de forma a garantir que haja uma convergência de interesses (Duarte, 2007).

Para mitigar essa fricção existente entre os gestores e os investidores, é importante uma frequente informação e actualizada aos accionistas, sobre o estado financeiro e económico da empresa, para que tenham a certeza de que o seu capital foi bem investido

2.4 Teoria de custos de transacção

Os estudos relacionados com a teoria de custo de transacção intensificaram a partir dos anos 70⁶, sendo que Coase já iniciara em 1937, conforme Williamson, 1999. A essência da abordagem pretendia analisar as circunstâncias dos movimentos de integração vertical e os contratos que limitam significativamente o comportamento das partes envolvidas e ou estabelecem ou não vínculos de reciprocidade, têm como objectivo a criação de ganhos de eficiência e não algum tipo de limitação da concorrência.

Para Williamson (1994), que definiu os custos de transacção, caracteriza-os como sendo “os custos de funcionamento do sistema económico”. Os problemas relacionados com a falta de coordenação dos agentes económicos originam despesas denominados custos de transacção. O princípio da teoria está assente na simples pergunta: em que situações as empresas decidem produzir para as suas necessidades (por integração vertical ou horizontal) ou é mais vantajoso ir em busca dos mesmos produtos no mercado? A argumentação era a de que as diferenças de custos de transacções entre as economias e as estruturas organizacionais seriam os principais factores responsáveis pela decisão de usar o mercado para algumas transacções.

A teoria de custo transacção é utilizada essencialmente para explicar problemas económicos em que a especificidade dos activos desempenha o papel principal, recorrendo a uma abordagem multidisciplinar envolvendo economia, teoria das organizações e a protecção legal (“lei dos contratos”), enquanto que os problemas do governo das sociedades são essencialmente devidos a uma assimetria de informação entre os agentes e os principais.

Ambos pressupostos baseiam no conceito da racionalidade limitada (*bounded rationality*), que considera que os intervenientes na transacção têm “uma capacidade cognitiva limitada para formular e resolver problemas complexos” (Evan, 1993), daí que “todos os contratos complexos são inevitavelmente incompletos” (Williamson, 2002), bem como o oportunismo desses participantes.

⁶ Trabalhos desenvolvidos por Alchian (1969), Alchian e Demsetz e Klein, Craford e Alchian (1978) e sobretudo por Williamson (1971, 1983, 1985, 1991).

Williamson (2002) considera três atributos para as transacções: a especificidade dos activos (físicos, humanos, uma marca, etc.), as perturbações a que está sujeita e a frequência com que ocorrem.

Nas transacções em que a especificidade dos activos é evidenciada, a teoria diz que é despoletada uma dependência bilateral, em que os “...compradores não se podem virar facilmente para fontes alternativas de fornecimento, enquanto que os fornecedores só podem adaptar os seus activos especializados ao seu próximo melhor uso ou utilizador à custa da perda de valor produtivo.” (Williamson, 2002). Ou seja, mesmo que haja um elevado número de fornecedores à partida, estes são transformados num reduzido número de fornecedores na execução e renovação do contrato.

2.5 Comparação entre a teoria de agência e teoria de custo de transacção

Segundo Williasom (1988), apesar de vários defensores e críticos terem-se colocado à frente das discussões ao longo dos anos desde o surgimento de ambas teorias, poucas foram as respostas para a questão da diferença entre a abordagem pela teoria de agência e pela teoria dos custos de transacção, e muito menos a definição sobre qual seria a correcta. Para o mesmo autor, na realidade as duas teorias seriam complementares, com alguns pontos em comum e outros de diferenciação, como mostra resumidamente a tabela 2. Enquanto a teoria de agência foca a atenção nos agentes, a teoria de custos de transacção tem a visão voltada para as transacções – desta forma, o interesse da última é alinhar os activos ou especificidade dos activos com as transacções, enquanto que a teoria de agência, tem como objectivo alinhar os interesses dos agentes com os dos principais. Assim a teoria de agência concentra, focaliza, na determinação ex-ante dos custos de agência e os incentivos de alinhamento, e teoria de custos de transacção foca nos custos de imperfeição ou adaptação inadequada das transacções, sendo que ambas abordagens empregam a orientação através de contratos incompletos.

Tabela 2 - Diferenças básicas entre a Teoria Agência e a Teoria Transacção

	Teoria Agência	Teoria Custos Transacção
unidade de análise	Indivíduo	transacção
dimensão de foco	-	Especificidade dos activos
foco no custo	Perda residual	imperfeição
Foco contratual	Alinhamento ex-ante	Gestão ex-post

Fonte: Adaptado por Williamson, Oliver E. Corporate Finance and Corporate Governance, Journal of Finance, v. 43, n.º 3, p.575. jul, 1988.

2.6 Stakeholders e mecanismos do Governo das Sociedades

As empresas têm como interessados todos os que tem uma interferência directa ou indirecta nas mesmas, conforme Davies (2006), o governo das sociedades tem como objectivo a optimização do contributo dado por todas partes interessadas (*Stakeholders*), com vista ao alcance de um único fim partilhado por todos.

2.6.1 Accionistas

Segundo Davies (2006) a empresa pode ter o capital disperso em pequenos accionistas ou concentrado num accionista ou num grupo destes. Traduzindo, deste modo, num controlo maioritário por parte de uma concentração limitada e minoritária para a parte detida pelos pequenos accionistas.

Estando o capital disperso, o grande problema de agência coloca-se a nível dos agentes (gestores) e dos principais minoritários (pequenos accionistas), pois estes detêm uma pequena parcela do capital na sociedade que não lhes garante uma posição de controlo⁷.

Quando o capital está concentrado num accionista maioritário, ou num grupo de accionistas dominantes, esta situação gera o principal conflito de agência entre esses accionistas dominantes ou maioritários e os accionistas minoritários (Shleifer e Vishny, 1997).

⁷ Entende-se por percentagem suficiente no capital da empresa que capacita ao accionista exercer controlo sobre a gestão da sociedade. Esta percentagem ronda os 10 ou 20% do capital, o que dá ao accionista o poder de recolher informação e monitorar a gestão (Shleifer e Vishny, 1997)

Para Davies (2006), os accionistas normalmente, por tradição, são a parte mais interessada na empresa. Eram nos primórdios das organizações os sócios, tendo esse modelo sobrevivido aos tempos de hoje. A lei inglesa confere aos direitos de propriedade, por tradição, precedência sobre os restantes direitos e, por esse motivo, os accionistas estão nas prioridades das partes interessadas das organizações. No novo paradigma do comportamento das organizações, em que existem cada vez mais e maiores empresas do que nos tempos passados, os proprietários das mesmas tem menos poder de decisão, tornando-se praticamente espectadores da gestão dos executivos. Esta situação veio fortalecida com a entrada de instituições como accionistas.

Para Williamson (1984), em mercados desenvolvidos em mercado de capitais, é possível que um accionista individual cesse com a sua participação, vendendo com facilidade as suas acções, o que não confere a mesma situação para os accionistas em grupo que tem uma participação limitada na empresa. Os mecanismos disponíveis para um accionista em nome individual podem não ser disponíveis para os accionistas em forma de agregado. Este grupo de accionistas combina somente uma única relação com a empresa e não é renovável periodicamente. Os fornecedores de matéria-prima, credores e os clientes, têm todos a oportunidades para renegociar os termos dos contratos com a organização quando estes são renovados.

Esta inexistência de envolvimento na gestão das organizações por parte dos accionistas tem levado a um desentendimento no governo das sociedades. Os administradores executivos tornaram-se demasiado poderosos nos últimos tempos foi-lhes permitido que abusassem das aquisições. Conforme aponta Nunes (2006),

“Um administrador de uma sociedade petrolífera toma conhecimento de um estudo realizado pela sociedade, onde são identificados diversos terrenos ricos em petróleo. Aproveitando-se de tal conhecimento, o administrador adquire um desses terrenos.

Um administrador de uma sociedade que se dedica à distribuição de material informático na zona de Lisboa, mas que planeia estender a sua actividade para zona do Porto, resolve antecipar-se e abre pessoalmente um negócio igual no Porto.

Um administrador, sabendo que a sociedade necessita de expandir as suas instalações industriais, adquire pessoalmente os terrenos contíguos a tais instalações.”

Estes são somente alguns exemplos de um uso indevido da informação relevante, por parte dos administradores, para uso abusivo e lesivo para a organização, accionistas e todas outras restantes partes interessadas na empresa.

2.6.2 Conselho de Administração

Nos países onde o tecido empresarial é representado maioritariamente por organizações com propriedade concentrada, não contam com o controlo externo da administração da companhia - mecanismo em que os executivos passam a ser pressionados pela cotação das acções no mercado e pelo conseqüente risco de aquisição hostil do controlo accionista, o que ocorre em países com mercados comparativamente mais desenvolvidos (Coffee, 2001). Quando há accionistas controladores detentores da maioria do poder de voto e mercados secundários menos líquidos, apresenta-se como alternativa aos minoritários a utilização de mecanismos de controlo interno da administração, como é o caso do conselho de administração (Bratton e McCahery, 1999).

Segundo Davies (2006), um dos temas centrais do governo das sociedades é o princípio de agenciamento. É a doutrina de que os accionistas são donos da sua empresa e que os administradores da empresa são somente agentes a exercerem a vontade dos accionistas. A referida doutrina é guardada em relicário pela lei das empresas, e deste modo, os accionistas têm responsabilidade limitada ao passo que os administradores têm responsabilidade ilimitada no que concerne a terceiros caso a sociedade entre em liquidação.

Trata-se de um órgão existente em todas as empresas de capital aberto, de carácter deliberativo, e integrado por profissionais eleitos pelos próprios accionistas. Onde as suas funções são as de controlo, a fiscalização da gestão dos directores, examinação da documentação financeira, dos contratos celebrados e quaisquer outros actos ligados à administração da empresa.

Em virtude desta actividade de fiscalização de actos dos directores, tem ganho importância a discussão acerca da necessidade de independência dos conselheiros. Nos Estados Unidos, a preocupação maior reside na existência de conselhos, cuja maioria dos membros seja independente dos chamados *external directors*, ou conselheiros externos.

Esta preocupação tem origem no facto de que, naquele país, os conflitos de agência são preponderantemente originários das divergências de interesses entre executivos e accionistas. Assim, caso o conselho de administração (denominado *board of directors*) apresente predominância de executivos, a sua liberdade para exercer controlo efectivo sobre a administração da companhia estará comprometida.

Todavia em países que apresentam a propriedade concentrada e, neste ambiente, conforme apontam Valadares e Leal (2000), os conflitos mais relevantes são observados na relação de accionistas maioritários (controladores) com minoritários. Assim, nestes países, a independência do conselho está ligada à maior ou menor influência dos accionistas controladores sobre seus membros, e não necessariamente àquela exercida pelos executivos, como em países cuja propriedade da empresa é dispersa.

A composição deste órgão pode depender entre outros aspectos, dimensão e da separação de funções (Jensen, 1993). Nos Estados Unidos, a composição dos conselhos de administração foi muito estudada, na maior parte dos casos analisando-se os efeitos de diferentes composições destes órgãos. Os resultados deste tipo de avaliação têm sido variados. Quando um conselho de administração é somente composto por directores executivos, este é, para Fama e Jensen (1983), um sinal de eficácia deficiente.

Rosenstein e Wyatt (1990) encontram evidências de retornos acima da média na cotação bolsista de empresas que divulgaram anúncios de indicação de conselheiros externos (não integrantes no conselho de administração) entre 1981 e 1985. Weisbach (1988) encontra indícios de associação significativa entre maus desempenhos das companhias e posteriores saídas do executivo principal, em instituições cujo órgão é dominado por conselheiros externos.

Outros estudos, porém, apresentam resultados divergentes. Byrd e Hickman (1992), por exemplo, mostram que há uma relação não linear entre a presença de conselheiros externos e a criação de valor para o accionista. Para tal, mediram a reacção do mercado em 192 anúncios de ofertas públicas entre 1980 e 1987. A relação torna-se negativa quando a proporção de externos ultrapassa 60% das vagas no conselho.

Já Agrawal e Knoeber (1996), analisando o desempenho de 400 companhias americanas entre 1983 e 1987, identificam uma relação negativa e significativa entre a maior presença de conselheiros independentes e o retorno sobre o preço de mercado das acções.

2.6.3 Protecção Legal

Segundo, Shleifer e Vishny (1997), a principal razão pela qual os investidores financiam as empresas é a de que, em troca, eles obtêm um nível de controlo sobre a mesma. O financiamento externo será um contrato entre a empresa e os financiadores, que lhes conferirá determinados direitos sobre os activos da entidade empresarial, (Hart, 1995). O contrato dará o direito aos financiadores para recorrerem às vias judiciais em caso de violação dos termos do contrato por parte da empresa. O direito legal mais importante, detido pelos financiadores, é o de lhe ser permitido ao voto nas decisões mais importantes da empresa, como é o caso das decisões sobre fusões e as liquidações, ainda como na eleição do conselho de administração (Shleifer e Vishny 1997)

Ainda segundo Shleifer e Vishny (1997), o investimento dos accionistas é menos protegido de expropriações do que dos restantes interessados (*Stakeholders*) na empresa. Para induzir o investimento por parte dos accionistas, estes precisam de maiores protecções dos seus fundos, como por exemplo a definição de um dever de lealdade⁸ (*duty of loyalty*).

Talvez o elemento mais comumente aceite no dever de lealdade são as restrições legais à gestão *self-dealing*⁹, como o roubo total da empresa ou uma compensação excessiva.

⁸ Dever de Lealdade é um termo usado em direito societário para descrever fiduciários. Num conflito de interesses é exigido aos fiduciários que coloquem os interesses da empresa à frente dos seus próprios. Os fiduciários da empresa violam o Dever de Lealdade quando desviam recursos da empresa, oportunidades, ou informações para benefício pessoal.

⁹ Gestão na qual o agente, por deter posição dominante, abusa dos recursos da empresa em oposição aos interesses do principal.

Em alguns casos, a lei proíbe expressamente a *self-dealing*, em alguns países a legislação obriga as empresas a incluir nos seus estatutos a proibição do *self-dealing*. Algumas restrições legais aos gestores, por exemplo, obrigam a que os gestores consultem o conselho de administração antes de tomar decisões importantes. Outras restrições especificam que os accionistas minoritários devem ser tratados do mesmo modo como são os que fazem parte da gestão interna (Shleifer e Vishny, 1997)

Na segunda metade da década dos anos noventa do século transacto, La Porta *et al.* (1998, 1999) desenvolveram uma série de estudos acerca das diferenças entre os diversos mercados de capitais nacionais. Um dos principais pontos destes trabalhos reside na identificação das causas e consequências da concentração da propriedade das acções, observadas em alguns países.

Uma das conclusões dos seus estudos é que diferenças no grau de protecção dos direitos dos accionistas podem explicar alguns contrastes observados entre as características dos diversos mercados de capitais nacionais. Entre estes contrastes estão o grau de concentração da propriedade, a liquidez no mercado secundário, o tamanho relativo de cada mercado, as políticas de dividendos e o acesso ao financiamento externo.

Este nível de protecção, por sua vez, varia de acordo com as características dos diversos esquemas jurídicos e a sua aplicação efectiva em cada um dos países. Empiricamente, os autores demonstraram que os accionistas estão melhor protegidos contra expropriações promovidas por executivos ou accionistas maioritários em nações com sistema jurídico do tipo *common law*¹⁰ - marcadamente, Estados Unidos e Inglaterra.

¹⁰ Os sistemas jurídicos dos diversos países possuem duas origens básicas: o sistema da *common law*, originário da Inglaterra, e caracterizado por contar com juízes não especialistas, princípios legais amplos e tradição oral, e o sistema civilista, influenciado pelo Código Napoleónico e pela herança jurídica francesa, caracterizado por juízes profissionais, leis codificadas e tradição escrita. Para uma análise dos resultados sociais e económicos de cada um dos sistemas, ver Glaeser e Shleifer (2001).

La Porta *et al.*, (1998) analisaram uma amostra de 49 países e sugeriram que a concentração da propriedade accionista é negativamente relacionada à protecção dos direitos de accionistas, ou seja, países com melhor protecção tendem a apresentar maior dispersão da propriedade das companhias. Separando-os por famílias de sistemas jurídicos, os autores demonstraram que aqueles países com tradição jurídica herdada do código civil francês, apresentam maior grau de concentração da propriedade. Estudo posterior dos mesmos autores veio demonstrar, ainda, que estes países com mecanismos menos eficientes de protecção aos accionistas possuem grande número de empresas sob controlo familiar ou estatal e, no caso das primeiras, sem grande separação entre a propriedade e a administração da empresa (La Porta, *et al.*, 1999).

Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000) argumentaram que a mesma separação, observável nos países de estrutura de propriedade concentrada, pode utilizar três mecanismos distintos com vista a protecção: (1) estabelecimento de direitos diferenciados de voto para as diversas classes de acções; (2) montagem de estruturas societárias piramidais; e (3) ocorrência de participações recíprocas entre as companhias. Um dos resultados desta dissociação de direitos, aliada ou não à concentração da propriedade das acções, é chamado na literatura de *private benefits of control*, ou benefícios privados de controlo. Trata-se de um valor apropriado pelo controlador, que não é distribuído aos demais accionistas, o que, segundo Bebchuk (1999), constitui-se em incentivo para que em países com baixa protecção a accionistas minoritários, haja pequena dispersão dos direitos de voto. Diversos estudos encontram indícios da ocorrência desta modalidade de apropriação de benefícios pelo controlador, como Barclay e Holderness (1989) e Nenova (2000).

2.6.4 Divulgação da informação

Segundo Lazana (2004) os códigos de boas práticas de governo das sociedades destacam como um dos seus princípios básicos a transparências de informação acerca do desempenho da empresa. Um bom governo de sociedade envolve a prestação de informações pertinentes, além das que são obrigatórias por lei.

Segundo a teoria de agência, Jensen e Meckling (1976) mostra que os custos de monitorização externos e internos recaem sobre o accionista e, por isso, é do seu interesse garantir que a monitorização seja feita ao mínimo do custo. Deste modo, mesmos autores destacam que, a transparência voluntária de relatórios financeiros por parte das empresas é um mecanismo de gestão por parte dos accionistas e credores da empresa para o atenuar das desconfianças destes últimos. Dado que as informações financeiras são obtidas por um custo mais baixo pelos gestores da empresa do que pelos accionistas, a transparência voluntária da informação seria uma forma de buscar minimizar o problema de agência, sendo que este custo faz parte do custo de agência.

Fama (1980) corrobora citando que os investidores provêm uma assistência indirecta ao mercado de trabalho dos gestores na sua tarefa de avaliar o desempenho dos gestores da empresa. O investidor deseja comprar acções com a garantia de que o preço pago reflecte os riscos que está a assumir e que as acções no futuro irão reflectir os potenciais ganhos ou perdas que o mesmo assumiu na sua aquisição. Por isso a importância de um mercado de capitais eficiente. Deste modo o autor, Fama, argumenta que mesmo com a presença de uma gestão que não possui uma parcela significativa das acções da empresa, tais gestores acarretam com os custos de monitorização e, portanto, possuem interesse na minimização dos mesmos.

Watts e Zimmerman (1986) citam a contabilidade como um dos meios para gerir a relação gestores-investidores e desta forma reduzir os custos de agência. De entre as formas dos contratos servirem como instrumento de monitorização, estão a remuneração variável dos agentes e os chamados acordos de financiamento, ou *covenants*, igualmente para minimizar aquela relação entre os actores do contrato.

Bushman e Smith (2003) destacam também o papel da informação contabilística, uma vez que serve como um dos instrumentos para atenuar o conflito de agência.

No que concerne abertura de informação versus os mecanismos de monitorização interna, não há um consenso referente a se o impacto dos mecanismos de monitorização citados poderia ser complementar ou substituto em relação à transparência de informações.

Neste sentido, Jensen e Meckling (1976), através da teoria de agência, afirmaram que um maior nível de transparência é esperado aquando da adopção de mecanismos internos de controlo, como o conselho de administração activo ou a presença de uma comissão de auditoria, provendo um “pacote de monitorização” para a empresa reduzir comportamentos oportunistas e assimetria informacional (Leftwich *et al*, 1981).

Deste modo, num ambiente de monitorização intensa, seria esperado que os gestores não tivessem incentivos em reter informações para o benefício próprio, o que levaria a um aumento da transparência e uma melhoria na qualidade da informação financeira.

Ainda Jensen e Meckling (1976) e Kaplan e Minton (1994) apontam, respectivamente, que a estrutura accionista de gestores e a presença de grandes investidores nas empresas são dois importantes mecanismos de governo que auxiliam a contornar o problema de agência. Na medida em que a estrutura de propriedade determina o grau de monitorização da gestão, esta deveria ter também um efeito no nível de transparência.

El-Gazzar (1998) argumenta que a presença de investidores institucionais pode induzir a um maior nível de transparência. O autor afirma que tais investidores podem impor seus objectivos de investimento ao introduzir nas reuniões anuais da empresa, que podem contrariar a gestão da empresa. Desta forma, e de modo a evitar colisões com os referidos investidores institucionais, a gerência, tende a abrir de forma voluntária informações relevantes sobre o futuro da empresa com o fim de conquistar a confiança dos accionistas.

Entretanto, um estudo de Schadewitz e Blevins (1998) com empresas da Finlândia teve resultados opostos, indicando uma relação inversa entre a presença de investidores institucionais e o grau de transparência.

Adicionalmente, Fama (1980) argumenta que o conselho de administração é o mecanismo central de controlo interno para monitorizar os gestores. Chen e Jaggi (2000) afirmam que membros externos no conselho podem aconselhar os membros em decisões estratégicas, o que poderia auxiliar na melhoria do desempenho económico e financeiro da empresa. Ainda, tais membros podem monitorizar melhor as decisões administrativas e as actividades do conselho. Denis e McConnell (2003) destacam evidências em diversos países de que a maior proporção de membros externos afecta a tomada de decisões estratégicas na empresa.

Fama e Jensen (1983) argumentam que uma maior proporção de membros externos resultaria numa monitorização mais efectiva das actividades do conselho, limitando, assim, o oportunismo da gestão da empresa. Membros externos, em teoria, seriam menos alinhados aos interesses da gestão da empresa e teriam maior disposição em encorajar as empresas a abrir informações aos investidores externos, além de não serem intimidados pelo presidente da companhia, são especializados em tomar decisões, podem desincentivar o gasto dos gestores em bens não-pecuniários, entre outros (Cooke e Haniffa 2000). Desta forma a melhor monitorização sugere que os conselhos se tornariam mais responsáveis para com os accionistas, fazendo com que a empresa tenha maiores incentivos para ser mais transparente. Os últimos autores acrescentam que o conselho de administração é o órgão responsável por administrar o nível de transparência da empresa, o que justifica a utilização de variáveis relacionadas ao conselho na busca dos factores que influenciam o nível de transparência.

Outra característica relacionada com o governo das sociedades é a dualidade do papel exercido pelo presidente da empresa e pelo presidente do conselho. Fama e Jensen (1983) destacam a importância do papel desta separação, assim o conselho pode monitorizar as actividades da gerência sem que haja a existência de uma chamada “personalidade dominante” influenciadora nas decisões do conselho. Cooke e Haniffa (2000) consideram a hipótese de que a separação destes papéis conduziria a melhoria da qualidade da monitorização e reduziria os benefícios de deter informações, o que, em consequência, aumentaria a qualidade de transparência da empresa.

2.7 O Governo das Sociedades no mundo

Os trâmites de tomada de decisão e de controlo são variáveis de país para país, enquadradas no mesmo contexto legal e institucional que por sua vez variam de empresa para empresa. Há dois sistemas que têm sido figurados como principais sistemas de governo de sociedades, nomeadamente, o sistema continental: assentado nas relações ou sistema de controlo interno, e o sistema anglo-saxónico: referenciado como sistema externo ou sistema de controlo pelo mercado.

O primeiro sistema é conotado com a governação empresarial da Europa continental e do Japão, a passo que o segundo sistema é identificado com os EUA, Reino Unido e os demais países de expressão e influência anglo-saxónica.

Alguns autores fazem uma classificação alternativa em relação aos dois modelos comumente contrastados, referindo-se a eles de *arm's length* e *control-oriented*, respectivamente, ou *market oriented* e *bank oriented*. Essa comparação está assente nos diferentes tipos de instituições que actuam como principais financiadores das empresas, como afirmam Allen e Gale (2000).

A nível da estrutura de propriedade e o papel e a relevância do mercado de capitais são características que não se podem dissociar de cada um dos sistemas. É característico nos países abrangidos pelo modelo anglo-saxónico, empresas com uma estrutura de capital diversa, no modelo continental a propriedade é muito concentrada, com bancos, empresas e famílias a dominarem expressivas fatias do capital das empresas cotadas. Nas potências, EUA e no Reino Unido os investidores institucionais são grandes accionistas, gerindo globalmente uma parte expressiva das acções cotadas, embora individualmente as suas posições accionistas em cada empresa sejam pouco expressivas. Paralelamente, os mercados de capitais da Europa continental são relativamente estreitos e ilíquidos, ao passo que as bolsas anglo-saxónicas (em especial as norte-americanas) são grandes e líquidas.

La Porta *et al.* (1999) afirmaram que entre as 20 maiores empresas cotadas a percentagem de empresas com capital totalmente disperso¹¹, no final de 1995, era de 90 por cento nos EUA e de 80 por cento no Reino Unido.

Na Europa continental a estrutura de propriedade é muito mais concentrada. Veja na tabela 3 a estrutura de propriedade, baseada no Capital disperso, controlo familiar, controlo do estado e outro controlo, documentada por Faccio e Lang (2002) para uma amostra de 5232 empresas efectuada em 13 países europeus.

¹¹ Empresas de capital totalmente disperso são aquelas que não têm qualquer accionista com pelo menos 10 por cento dos direitos de voto.

Tabela 3 - Estrutura de Propriedade das Empresas Europeias Cotadas

PAÍS	Nº DE EMPRESAS	CAPITAL DISPERSO %	CONTROLO FAMILIAR %	CONTROLO ESTADO %	OUTRO CONTROLO %	TOTAL %
Áustria	99	11,11	52,86	15,32	20,71	100
Bélgica	130	20,00	51,54	2,31	26,15	100
Finlândia	129	28,68	48,84	15,76	6,72	100
França	607	14,00	64,82	5,11	16,07	100
Alemanha	704	10,37	64,62	6,3	18,71	100
Irlanda	69	62,32	24,63	1,45	11,60	100
Itália	208	12,98	59,61	10,34	17,07	100
Noruega	155	36,77	38,55	13,09	11,59	100
Portugal	87	21,84	60,34	5,75	12,07	100
Espanha	632	26,42	55,79	4,11	13,68	100
Suécia	245	39,18	46,94	4,9	8,98	100
Suíça	214	27,57	48,13	7,32	16,98	100
Reino Unido	1953	63,08	23,68	0,08	13,16	100
Total	5232	36,93	44,29	4,14	14,64	100

Fonte: Adaptado de Faccio e Lang (2002).

Torna-se perceptível que a percentagem de empresas com o capital disperso – aqui entendidas como empresas em que nenhum accionista possui pelo menos 20 por cento dos direitos de voto – é substancialmente mais elevada no Reino Unido e na Irlanda que nos demais países europeus. Nestes países é muito mais frequente que as famílias tenham menos representação – directamente ou através de empresas não cotadas –, o Estado ou o outro tipo de accionistas controlem pelo menos 20 por cento dos direitos de voto das empresas cotadas.

Deste modo, compreende-se que no modelo anglo-saxónico o principal desafio que se coloca no desenvolvimento dos instrumentos de controlo e fiscalização das empresas tem a ver com a protecção dos accionistas face ao poder arbitrário dos gestores profissionais, os quais por norma gozam de uma ampla margem de actuação.

Ao passo que na Europa continental a questão central reside na protecção dos interesses dos pequenos e anónimos accionistas face aos accionistas maioritários que exercem influência sobre a equipa de gestão da empresa.

Além disso, a diversidade de estruturas accionistas e de importância dos mercados de capitais igualmente torna compreensível que, no caso anglo-saxónico, se espere um grande contributo dos agentes económicos que gravitam em torno deste mercado para o controlo (de fora para dentro) dos gestores.

Na Europa continental, inversamente, o controlo externo pelo mercado de capitais não é um elemento nuclear, antes se conceptualizando que as equipas de gestão são internamente controladas pelos accionistas com mais interesses na empresa, e que estes (se forem múltiplos) se controlam entre si, e são igualmente controlados por outros grupos, tais como os bancos e os trabalhadores, com interesses e relações privilegiadas com a empresa.

Esta comparação em torno destes modelos, que já se alonga por muito tempo, teve como objectivo a resposta da questão central sobre qual modelo seria o mais eficaz para as empresas e para os países.

Nos anos oitenta, quando as economias japonesa e alemã prosseguiam em crescimento, o governo centrado nos bancos era considerado melhor, alegando entre outras vantagens o custo menor de capital para as empresas e a visão de longo prazo dos investimentos e de relacionamento, segundo Becht *et al.* (2002, p. 59).

Entretanto a recessão da economia japonesa que se iniciou na década de noventa, mostra que no caso dos bancos japoneses, a redução de custo de capital se constituía num reflexo de conluíus de bancos com gestores para deter ameaças externas ao seu controlo, algo longe do papel de disciplina de investimentos racionais dos mesmos e longe de ser um sistema eficiente de governo das sociedades.

A partir do início dos anos noventa, com o declínio do sucesso do sistema continental, o modelo anglo-saxónico acabou por ser apontado como um sistema a ser adoptado, principalmente por ter conseguido atrair empresas estrangeiras na lista de papéis no mercado de capitais americano, onde obtinham menor custo de capital.

Mais recentemente, estudiosos entre eles La Porta *et al.* (1998) sugeriram que a comparação dos sistemas de governo deve ser feita tomando-se por base a origem das leis do mercado em análise, como podemos ver no quadro seguinte.

Tabela 4 - Classificação da Protecção legal dos investidores de acordo com a origem das leis

	Protecção dos Accionistas	Protecção dos Credores	Enforcement
Forte Protecção	Direito Comum	Direito Comum	Direito Civil Escandinavo
Intermediário	Direito Civil Escandinavo	Direito Civil Alemão	Direito Civil Alemão
Intermediário	Direito Civil Alemão	Direito Civil Escandinavo	Direito Comum
Fraca Protecção	Direito Civil Francês	Direito Civil Alemão	Direito Civil Alemão

Fonte: adaptação de La Porta *et al.* . (1998) e Silveira(2002)

2.8 Princípios de Governo das Sociedades

2.8.1 Relatório Cadbury

O local escolhido para a publicação de um dos mais conhecidos trabalhos com vista à melhoria do governo das sociedades foi o Reino Unido, o relatório Cadbury (Cadbury, 1992), ao qual outros se lhe seguiram: relatório Greenbury de 1995, relatório Hampel de 1998 e o relatório Turnbull de 1999, entre outros.

Jones e Pollitt (2003) argumentaram que, o relatório Cadbury foi precursor nalgumas matérias, como sejam a atenção dada ao órgão de administração no processo de tomada de decisão e a importância da constituição de comissões de controlo, sendo que muitas das suas recomendações vieram a ser incorporadas noutros códigos de “boas práticas”, nomeadamente nos Princípios de governo das sociedades da OCDE, publicados em 1999 (sujeitos a revisão em 2004 – OCDE, 2004). Destacam-se as seguintes recomendações:

Divisão de responsabilidades no topo da organização, de forma a assegurar que os poderes de decisão não estão todos concentrados no mesmo indivíduo. Isto tem a ver com a separação de poderes entre o Presidente da Comissão Executiva/CEO e o Presidente do conselho de administração/Chairman, a qual a comissão Cadbury considerou desejável, embora apenas a recomende, tendo evitado a sua prescrição;

- A maioria dos directores não executivos deverão ser independentes;
- Existência de comissões de auditoria com pelo menos 3 directores não executivos;
- Existência de comissões de remuneração, geridas na sua maioria por directores não executivos;

- A selecção dos directores não executivos deverá ser feita por todos os elementos do órgão de administração.

2.8.2 OCDE

No contexto dos organismos internacionais, o assunto governo das sociedades igualmente tem merecido atenção por parte da OCDE, que em 1999 publicou os Princípios de governo das sociedades, entretanto revistos em 2004.

No do Preâmbulo destas directrizes encontramos que “os Princípios aplicam-se essencialmente às sociedades de capital aberto ao público, tanto financeiras como não financeiras.” e que “um bom governo das sociedades deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objectivos que sejam do interesse da empresa e dos seus accionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz.” (OCDE, 2004).

É também dito que um bom governo das sociedades contribui para um crescimento sustentável, sendo indicados outros factores que podem contribuir para o sucesso a longo prazo da empresa: ética empresarial e preocupação com as questões ambientais e sociais da comunidade em que se insere.

Na revisão dos Princípios de governo das sociedades em 2004, são destacados os seguintes princípios a seguir apresentados:

I. Assegurar a base para um enquadramento eficaz do Governo das Sociedades

II. Os direitos dos accionistas e funções fundamentais de exercício dos direitos

“... A sua nomeação é muitas vezes feita através de comissões próprias (comissões de nomeação), sendo considerado boa prática ter membros independentes nestas comissões.

“...Em termos de remuneração, há um apelo para que o órgão de administração divulgue a política seguida. (OCDE 2004, p. 18).”

“...A componente accionista dos regimes de compensação dos membros do órgão de administração e dos trabalhadores deve ser sujeita à aprovação dos accionistas”.

Outras questões abordadas são a dos direitos de voto e a do controlo das sociedades através de fusões. Para a primeira é recomendada a aceitação geral do voto por representação e incentivado o recurso ao voto electrónico, de forma a facilitar a participação dos accionistas, sendo afirmado que “os accionistas devem poder votar pessoalmente ou através de um representante, devendo ser atribuído igual peso em qualquer um destes casos” enquanto para a segunda, controlo das sociedades através de fusões, é afirmado que “não devem ser utilizadas medidas anti-OPA para ilibar os gestores e o órgão de administração das suas responsabilidades

III.O tratamento equitativo dos accionistas

...todos os accionistas dentro de uma mesma categoria devem ter os mesmos direitos de voto.” A luz do conceito “uma acção, um voto” não há nenhuma referência objectiva, apesar de ser um conceito bastante defendido no âmbito do Governo das sociedades. (Op. cit., p. 20).”

IV.O papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no Governo das Sociedades

“...o enquadramento do governo das sociedades deve acautelar os direitos legalmente consagrados, ou estabelecidos através de acordos mútuos, de outros sujeitos com interesses relevantes na empresa e deve encorajar uma cooperação activa entre as sociedades e esses sujeitos na criação de riqueza, emprego e na manutenção sustentada de empresas financeiramente saudáveis.” (Op. cit., p. 21).

No caso dos direitos dos sujeitos com interesses relevantes na sociedade serem violados, é afirmado que estes “...devem ter oportunidade de obter reparação efectiva...” Há dois sujeitos que são alvo de recomendações específicas: os trabalhadores e os credores. Para os primeiros é incentivada a sua participação nos governos das sociedades, por exemplo, através da representação de trabalhadores nos órgãos de administração, ou através de planos de aquisição de acções dirigidos aos trabalhadores enquanto para os segundos é posta a tónica nos seus direitos e no adequado enquadramento da insolvência, dado que daí também dependem os créditos que colocam ao dispor das empresas

V. Divulgação de informação e transparência

“...são precisados os deveres de divulgação de informação das empresas, os quais incluem, entre outros: os resultados financeiros e operacionais, objectivos da empresa, ou os das participações sociais e direitos de voto. A exigência de se preparar e divulgar informação segundo “rigorosas normas contabilísticas” (Op. cit., p. 22).

VI. As responsabilidades do órgão de administração

“... Appreciar e orientar a estratégia da sociedade, os principais planos de acção, a política de risco, os orçamentos anuais e os planos de negócios; definir objectivos de desempenho; fiscalizar a execução e o desempenho da sociedade; e supervisionar os gastos de capital, aquisições e alienações mais importantes.” (Op. cit., p. 24).

“... Seleccionar, compensar, fiscalizar e, quando necessário, substituir os principais executivos e supervisionar o planeamento da substituição.” (Op. cit., p. 24).

“... Assegurar a integridade dos sistemas de contabilidade e de informação financeira da sociedade, incluindo a auditoria independente, bem como o funcionamento dos sistemas de controlo apropriados, especialmente os sistemas de controlo do risco, de controlo financeiro e operacional e de cumprimento da lei e das normas aplicáveis.” (Op. cit., p. 24).

“... assegurar a própria independência do órgão de administração. É também indicado como boa prática a separação das funções de Presidente da Comissão Executiva/CEO e de Presidente do conselho de administração/Chairman em sistemas monistas”.

“...os membros do órgão de administração¹² devem ter acesso a informações rigorosas, relevantes e oportunas.” (Op. cit., p. 24).

¹² A definição de membro independente não é simples e a prová-lo está o facto de não haver uma definição comum a todos os países da OCDE. Em alguns desses países, optou-se por delimitar negativamente o que é um director independente, ou seja, especificando as situações que impedem um director de ser considerado independente, caso de Portugal e da definição adoptada pela CMVM. No entanto, a OCDE incentiva a que sejam dados “exemplos positivos de qualidades que aumentarão a probabilidade de uma efectiva independência.”.

CAPÍTULO III. Estudo de caso – A Mozal – Fundação de Alumínio

3.1 Descrição do projecto

Conforme Esty, 2003, o projecto Mozal, foi pensado no ano de 1995 para produzir 250,000 toneladas anuais de lingote de alumínio, como já foi referido. Incluiu a construção do porto da Matola localizado a 10km da fábrica, facilitando a importação de alumina e carvão e exportação de lingotes de alumínio. O investimento de 1,4 biliões de dólares norte americanos foi aplicado ao longo de 7 anos sob a responsabilidade total dos accionistas. O projecto teve as seguintes fases:

De 1997 a 1999 – fase de construção - a construção da Mozal teve início em Maio de 1998. Nos termos de financiamento, todo o risco de construção da Mozal foi assumido pelos accionistas. A construção da fábrica esteve sob responsabilidade de um consórcio constituído pelas empresas SNC Lavalin-EMS Ltda e Murray & Robertss que também se responsabilizou pela contratação da mão-de-obra, serviços e processos de *procurement*.

De 2000 a 2003 – Fase de conclusão mecânica e de operação - a fase de operação foi caracterizada por teste de funcionamento das máquinas e equipamentos dos vários departamentos de produção e conclusão final das obras. A conclusão técnica da Mozal foi a 8 de Abril de 2001, com as operações a realizarem acima da expectativa e a melhor conclusão jamais verificada em projectos similares. A entrega do projecto pela empresa construtora à Billiton aconteceu entre Dezembro de 2000 a Março de 2001. O primeiro lingote de alumínio viria então a ser produzido a 18 de Junho do ano de 2000.

O projecto Mozal tem como um dos accionistas uma *Join Venture* definida entre a Alusaf (Alumínios da África do Sul) e a IDC (Corporação Internacional para o Desenvolvimento). De acordo com o estudo de viabilidade, a Alusaf e a IDC participariam cada uma com 25% no projecto. A Alusaf era subsidiária do grupo Gencor na produção de Alumínio. Mais tarde, a Gencor tornou-se a quarta maior produtora de alumínio após a aquisição da Billiton em 1994 que outrora pertencera à Royal Dutch Shell (Esty, 2003).

A oportunidade do negócio surgiu do interesse comum da Eskom (empresa sul africana fornecedora de energia eléctrica), a Alusaf e o governo de Moçambique. A Eskom era fornecedora de 95% da energia no mercado sul-africano e 50% no continente africano, estava interessada em estender a sua capacidade fora da África do Sul. A Eskom viu em Moçambique a oportunidade de reconstruir parte da infra-estrutura eléctrica destruída e desenvolver a baixo custo a energia hidroeléctrica gerada a partir do vale do Rio Zambeze (Esty, 2003).

A Alusaf estava interessada em construir uma fábrica de alumínio fazendo uso da disponibilidade da energia eléctrica (maior componente de custos para a produção de alumínio) existente em Moçambique. Esta fábrica beneficiaria da proximidade às outras fábricas de alumínio localizadas na África do Sul pertencentes a Alusaf e ao fácil acesso ao porto de Maputo. Dado o interesse comum destes dois grupos, reuniram-se com o governo de Moçambique para saber se existia também deste o interesse suficiente para a construção de uma fábrica de alumínio em Moçambique. Das discussões foi criada uma sociedade de propósito específico de nome Mozal (*Mozambique Aluminium*) que proporcionaria o sul de Moçambique de novas infra-estruturas eléctricas e industriais, à Eskom com uma entrada no mercado moçambicano e mais um cliente para o seu excesso de energia e à Alusaf com uma nova fundição de alumínio e acesso a preços competitivos de energia eléctrica para a produção de alumínio. Esta equipa estimou que seriam precisos 34 meses para a conclusão do projecto e outros seis meses para atingir a capacidade máxima (Esty, 2003).

Aquando da sua concepção, com a capacidade inicial já referida, a Mozal projectou para uma segunda fase a duplicação da capacidade, para as 500.000 toneladas anuais, necessitando somente de um incremento nos recursos correspondente a metade da infra-estrutura inicial.

Em termos operacionais, os principais componentes da produção de alumínio são a energia eléctrica, a alumina, a mão-de-obra e outras matérias-primas. A alumina conta com aproximadamente 1/3 dos custos de produção, seria importada da Austrália dentro de um contrato de 25 anos. Os *investidores* do projecto concordaram que o preço da alumina estaria associado ao preço de alumínio no *London Metal Exchange* (LME) criando assim um *hedge* natural ao projecto (Esty 2003). A energia eléctrica seria também fornecida num contrato com duração de 25 anos e pesaria 25% nos custos totais de produção sendo o maior determinante da posição competitiva do projecto (Esty, 2003).

A mão-de-obra qualificada seria inicialmente importada da vizinha fábrica na África do Sul, também pertencente a Alusaf. A mão-de-obra não qualificada viria de Moçambique. O custo baixo da mão-de-obra moçambicana não qualificada seria 1/5 do custo comparado a fábricas similares nos países mais industrializados. Outra matéria-prima, como alcatrão líquido, petróleo, e carvão seriam importados dos mesmos fornecedores que forneciam a fábrica de alumínio na vizinha África do Sul sob contratos de longo prazo. A fábrica seria construída na zona franca industrial onde o projecto estaria isento a pagamentos de impostos alfandegários, imposto de rendimento, e pagariam somente 1% de imposto de venda. (Esty 2003).

3.2 Mozal e o seu contributo para Moçambique



Figura 1 - Vista aérea da fábrica Mozal



Figura 2 - Localização de Moçambique no continente africano

No lançamento da fábrica Mozal, subsistia a dúvida sobre se um mega projecto poderia ser executado em Moçambique com sucesso. Em 1997, o projecto Mozal foi submetido à aprovação dos accionistas. Moçambique acabava de sair de uma guerra civil que durara 17 anos, com o acordo geral de paz a ser assinado em 1992 em Itália. Como resultado da guerra civil, as infra-estruturas públicas encontravam-se muito destruídas. Altos níveis de pobreza, corrupção, falta de capacidade do governo e ineficiência do sistema judiciário eram um dos grandes males do país. Na área de saúde pública o HIV, a malária e a cólera eram factores a não ser ignorados. Combinados todos estes factores à esperança de vida dos moçambicanos que era de 47,5 anos de idade para as mulheres e 44,5 para os homens (Esty, 2003).

As primeiras eleições democráticas foram realizadas em 1994 e até então o modelo económico do país assentava no predomínio da propriedade estatal.

Esty (2004) identifica também a elevada burocracia e a reduzida capacidade dos órgãos legislativos. Em 1995 Moçambique era um país totalmente dependente da ajuda internacional que financiava 50% do défice orçamental. Após a assinatura dos acordos de paz, a democracia materializou-se e o governo estava empenhado em reformar a economia e implementar um sistema de economia de mercado. A importância do investimento estrangeiro era evidente e reconhecida pelo governo como prioridade e, este estava disposto a atrair maiores investimentos desta natureza para dar ímpeto às reformas. Como resultado, a proposta do projecto Mozal mereceu uma grande aprovação a todos os níveis do governo. Para garantir a execução do projecto com sucesso, a Mozal negociou com o governo de Moçambique que definiu o ambiente legal e fiscal para a operação da fábrica.

Dois importantes documentos resultaram da negociação: decreto do governo moçambicano (45/97 de 23 de Dezembro) que criava a zona franca industrial com duração de 50 anos e com a opção de renovação para mais 50 anos e resolução 7/97 de 23 de Dezembro do conselho de ministros. O Governo moçambicano criou incentivos fiscais, a isenção de impostos e taxas aduaneiras, o sistema de cobrança de impostos, requisitos para o sistema contabilístico a ser utilizado, expatriação de dividendos, contratação de pessoal estrangeiro, etc.

Conforme Pretorius, 2005, a Mozal contribuiu com sucesso para o desenvolvimento e reformas económicas de Moçambique com a produção anual de 250,000 toneladas de alumínio primário. O aumento da capacidade produtiva da Mozal teve lugar no ano de 2004, onde a produção foi duplicada, estando desde então a produzir 560,000 toneladas de Alumínio anualmente. Com a presença da Mozal em Moçambique, o nível das exportações foi triplicado e contribuiu com mais de 7% do crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) desde o primeiro ano da construção.

Ainda conforme o mesmo autor a Mozal contribuiu com a criação de emprego (mais de 2500 moçambicanos foram empregados na fase de construção), construção e melhoria de estradas, portos, energia eléctrica, telecomunicações, fornecimento de água, sistema de drenagem e outras infra-estruturas que posteriormente foram usadas por outras grandes indústrias. O projecto incluiu a construção de duas novas linhas de transmissão de energia eléctrica de 400kv cada, vindas da África do Sul ao Maputo no valor de US\$100 milhões. A Mozal estimulou a integração regional como resultado do nível de crescimento de negócios com a África do Sul e abriu as portas para outros potenciais investidores em Moçambique.

3.3 Concepção Jurídica e os Accionistas do Projecto Mozal

A Mozal foi concedida sob o aspecto jurídico de SARL (Sociedade Anónima de Responsabilidade Limitada). O crédito para o Projecto Mozal foi concedido na modalidade de *Project Finance*¹³ com direito a retorno limitado (*Limited recourse*). Nesta modalidade de *Project Finance*, os credores contam com um mix de garantias, formado pelos recursos gerados pelo empreendimento, e por outras convencionais, cedidas pelos *investidores* e accionistas tais como: caução de acções, hipoteca, carta de crédito, garantia líquida, etc. Estas garantias permanecem válidas por parte do período do financiamento e que, em conjunto garantem as obrigações do tomador dos recursos (Bonomi e Malvessi p65).

¹³ As operações de *Project Finance* combinam duas formas de obtenção de recursos. Uma por via de contribuição de capital próprio (equity) por exigência dos credores como meio de criação de margens de garantia e confiabilidade dos accionistas e investidores no empreendimento. Sendo a outra via a criação de sociedades de propósito específico (SPE) que ditam claramente o propósito do projecto e distribuição de riscos e retornos. As SPEs são constituídas sob forma de sociedades anónimas (S.A) e sob a forma de Sociedade por quotas de Responsabilidade Limitada (Bonomi, p76).

A concepção do projecto Mozal teve como accionistas a Billiton, a Mitsubishi Corporation, o IDC (International Development Corporation) e o governo de Moçambique com as seguintes participações societárias 47.11%, 24.04%, 25% e 3.85% respectivamente (tabela 5).

A relação contratual da Mozal entre os financiadores e os accionistas assentou no modelo *Build, transfer, and Operate* (BTO) onde a BHP Billiton se responsabilizou pela construção, transferência e operação do empreendimento porém sempre como detentor do projecto.

Tabela 5- Estrutura accionista

Accionista	% Capital Social
Billiton	47.11%
Mitsubishi	24.04%
IDC	25%
Governo de Moçambique	3.85%
TOTAL	100%

O quadro abaixo indica os vários *Stakeholders* envolvidos no projecto Mozal. Cada um dos *Stakeholders* envolvidos tinha a sua responsabilidade e seus interesses foram assegurados por via de contrato. A Mitsubishi, a IDC, a Billiton e o governo de Moçambique foram responsáveis pela integração de capital. O governo de Moçambique junto das entidades reguladoras locais, tiveram o poder concedente para a construção da fábrica, e esta foi construída com perspectiva de se usar a tecnologia AP30 pertencente a *Aluminium Pechiney* para a produção de alumínio. Todo o produto final seria 100% comercializado no mercado estrangeiro. As agências multilaterais tais como IFC, CDC, DEG, DBSA, EIB e Proparco foram responsáveis pelo financiamento do projecto, os credores do projecto.

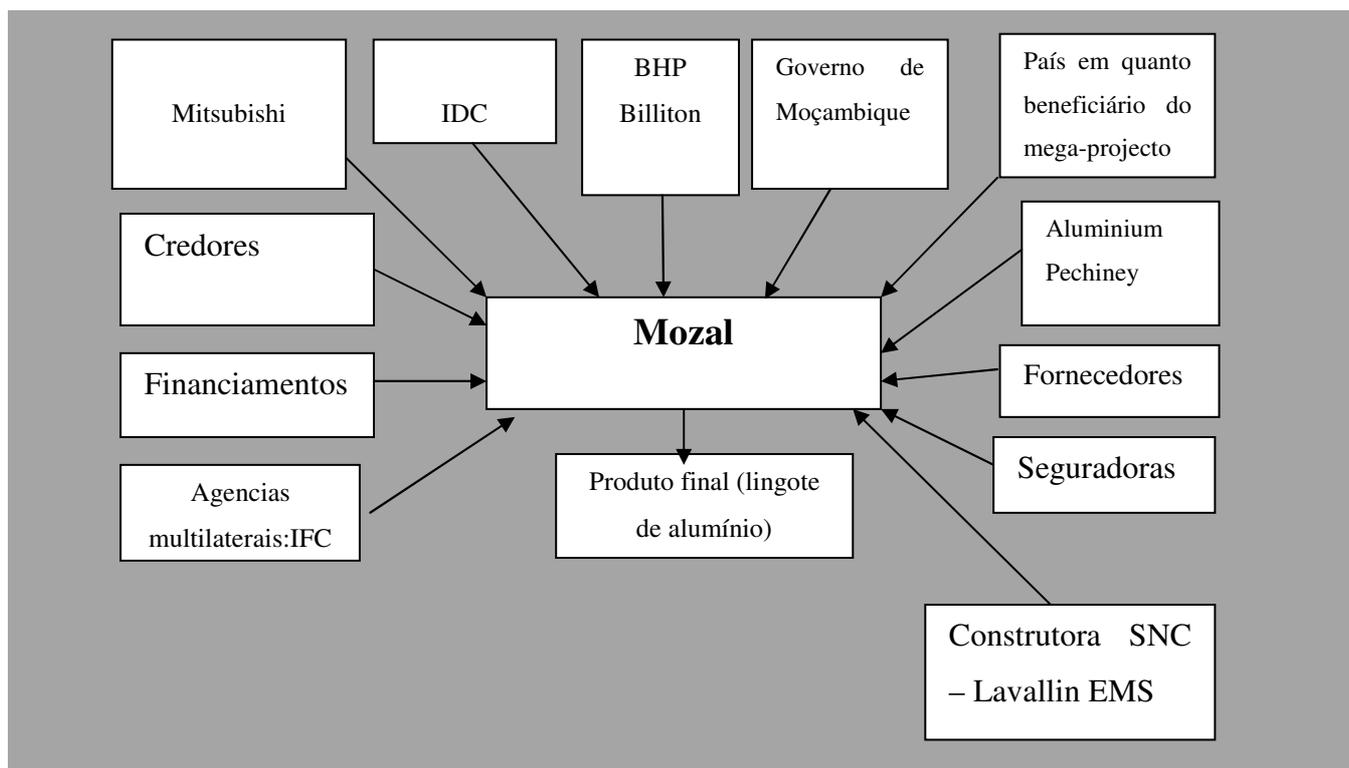


Figura 3 – Stakeholders da Mozal

3.4 Estrutura de Financiamento

O objectivo de financiamento por via de *Project Finance* é a minimização do risco do projecto a um nível óptimo de retorno ao accionista. Foi com este objectivo em mente que para o financiamento da Mozal os seguintes pontos foram considerados:

- O perfil de riscos do projecto;
- A projecção de fluxos de caixa do projecto com especial atenção à capacidade do projecto no pagar a dívida mesmo em períodos de baixo preço de alumínio;
- Capacidade de endividamento do projecto e retorno aos accionistas.

Conforme a International Finance Corporation (IFC) do grupo do Banco Mundial, um dos credores do projecto, o crédito a Mozal foi concedido na modalidade *Project Finance*, com direito a retorno limitado (*Limited Recourse*), como se afirmou, no qual o agente financiador recebeu plenas garantias de que as obrigações do devedor seriam totalmente cumpridas. A estrutura de financiamento do projecto Mozal estava sob a responsabilidade da IFC e os demais financiadores foram: A IFC, CDC, DEG, DBSA, EIB, JBIC e a Proparco. O total do investimento do projecto Mozal foi de US\$1.34 bilhões financiado com uma combinação de capital próprio (incluindo US\$35 milhões de dinheiro gerado durante o *start-up*), dívida subordinada e dívida sénior. No total, a dívida sénior foi de US\$570 milhões, dívida subordinada de US\$135 milhões e capital próprio US\$470 milhões.

O Grupo BHP Billiton foi o accionista com maior percentagem de participação (US\$220.5 milhões) seguindo-se da Mitsubishi, IDC e o governo de Moçambique com US\$117, 112.5 e 18 milhões de dólares respectivamente. Mais além, o projecto contou com US\$150 milhões de 15 anos de dívida subordinada, de onde US\$60 milhões eram provenientes da IFC e US\$85 milhões de outras instituições financeiras. A dívida sénior seria de 50% do capital próprio no valor de aproximadamente US\$600 milhões de dólares. A IDC e a COFACE (grupo francês de crédito para exportação) cobririam a empresa Pechiney na exportação da tecnologia de produção de alumínio e financeira US\$540 milhões (site BHP Billiton).

Para encorajar a participação de outros bancos da África do Sul, a IDC contou com a participação da agência de garantia de crédito e seguro, a agência África do Sul de crédito para exportação para o financiamento de US\$400 milhões de dívida sénior. Este tipo de seguro protegeria os financiadores contra perdas resultantes de insolvência comercial, risco político como guerras, expropriação, quebra de cláusulas contratuais.

A tabela abaixo discrimina, através da separação do Capital Próprio e a Dívida, os valores em dólares financiados para o projecto Mozal por cada credor e accionista.

Tabela 6 - Estrutura de financiamento

Investidor	País	Valor (milhões USD)
Capital Próprio		US\$520
Industrial Development Corporation of África do Sul (IDC)	África do Sul	US\$125
Billiton	Inglaterra	US\$245
Mitsubishi Corporation	Japão	US\$130
Governo de Moçambique	Moçambique	US\$20
Dívida		US\$820
IDC	África do Sul	US\$380
Coface*	França	US\$110
IFC**	Multilateral	US\$120
Banco de Desenvolvimento da África do Sul (DBSA)	África do Sul	US\$70
Commonwealth Development Corporation (CDC)	Inglaterra	US\$55
European Investment Bank	Europa	US\$40
PROPARCO	França	US\$25
Deutsche Investitions-und Entwicklungs-Gesellschaft mbH	Alemanha	US\$20
TOTAL		US\$1,340

Fonte: Cutting the red tape: Lessons from a case-based approach to improving the investment climate in Mozambique p23.

* COFACE – (Compagnie Française d’Assurance pour le Commerce Extérieur) – companhia francesa de crédito para exportação que garantia a exportação da tecnologia de produção de alumínio pela empresa francesa Pechiney.

** Este foi o compromisso financeiro mais elevado alguma vez efectuada pela Corporação Financeira Internacional (IFC). Os investidores privados olharam para a participação do banco mundial como uma grande protecção ao projecto para qualquer intervenção arbitrária do governo.

CAPÍTULO IV. Práticas de Governo das Sociedades na Mozal

4.1 Divulgação de informação

A Mozal publica anualmente no jornal Notícias, jornal generalista de Moçambique, o relatório de contas e a demonstração dos resultados auditado pela KPMG. É possível igualmente encontrar muita informação sobre a Mozal no sítio de internet do BHP Billiton, maior accionista da Mozal, ainda no relatório e contas do grupo encontram-se informações como sobre a actividade anual, seus resultados, etc. Analogicamente, em relação a outros accionistas, encontram-se informações sobre a Mozal nos seus relatórios anuais. No Portal oficial do Governo de Moçambique, sendo accionista da Mozal com 3,8%, são divulgadas informações sobre a Mozal como decisões importantes sobre a actividade da empresa.

4.2 Accionistas

O valor para o accionista é o principal condutor da Mozal, cada decisão tomada pela administração é tida em conta as necessidades e expectativas de todos *stakeholders*. Esta é sustentada empregando o equilíbrio através da metodologia *balanced scorecard* para estabelecer o rumo estratégico e desempenho da Mozal onde os quatro pilares garantem que os clientes, comunidades, governo, parceiros, fornecedores e todos os funcionários receberão igual consideração.

A administração da Mozal reconhece e apoia a expectativa dos accionistas, de que os seus fundos serão utilizados com o objectivo de criar um retorno superior ao do seu investimento. Na prossecução desse objectivo, os directores, empreenderão seus deveres com honestidade, integridade, cuidado e diligência, de acordo com as leis e de modo a reflectir elevados níveis de governação.

A administração tem a noção de que para que os accionistas cumpram com as suas responsabilidades, nomeadamente, na eleição dos directores e na votação de assuntos que lhes são colocadas para apreciação, eles necessitam de receber informação de alta qualidade, relevantes e úteis.

Além da divulgação das demonstrações financeiras, a administração assegura que os accionistas sejam informados através de uma variedade de outros meios.

De vez em quando, reuniões accionistas são conduzidas, como um esforço para promover uma melhor compreensão da Mozal. A administração está igualmente disponível para receber accionistas nas fábricas, para que estes possam ter compreensão das instalações operacionais. Ainda, os accionistas, podem ter acesso à informações sobre a empresa através do sítio de internet da Mozal, podendo interagir com a direcção da empresa com questões que lhes pertinentes saber sobre a empresa.

Neste capítulo denota-se o cuidado que a administração tem com os seus accionistas, que neste caso são instituições, nomeadamente como já referido, a BHP Billiton como o accionista maioritário.

4.3 Administração

4.3.1 Conselho de administração

O papel do conselho de administração é de assegurar a liderança empresarial para a companhia, dentro de um quadro prudente e controlos efectivos que permitam avaliar riscos e geri-los convenientemente. O conselho de administração estabelece as principais estratégias, certifica-se de se os recursos financeiros e humanos estão assegurados para que a Mozal possa atingir os seus objectivos, e é responsável por rever a performance da gestão. É, ainda, o conselho que estabelece os valores e princípios da Mozal e asseguram que as suas obrigações perante os accionistas e outros *Stakeholders* são percebidas e alcançadas.

O conselho de administração delega algumas destas responsabilidades ao comité do conselho. Estas delegações são suportadas por controlos apropriados, que são documentados num quadro aprovado pelo conselho de administração e são disponibilizados a todos os empregados.

Nesta secção observamos uma das directrizes apontadas nos variados princípios de governo de sociedades, que é a da transparência perante os *Stakeholders*, neste caso em particular os empregados.

A gestão e controlo do negócio da companhia Mozal são tarefas do conselho de administração. O conselho de administração tem sempre uma agenda de assuntos, que está especificamente reservada para a tomada de decisões deste órgão.

Essa programação inclui a adopção das orientações estratégicas da companhia, a nomeação dos principais executivos, a aprovação do plano de negócio, orçamento, políticas financeiras, a revisão de resultados operacionais, estratégia de gestão de risco, garantia da eficácia das práticas de governação, planeamento de sucessão e capital para despesas significativas.

Uma das grandes responsabilidades deste órgão é a da apresentação dos documentos financeiros da Mozal, que compreende a folha de balanço, demonstração de resultados e as principais políticas de contabilidades tidas em conta pela administração e com base nas normas internacionais de relato financeiro.

Estas demonstrações financeiras são aprovadas com a assinatura dos 3 administradores representantes dos accionistas, nomeadamente, BHP Billiton, IDC e Mitsubishi Corporation,

Conselho de Administração – Reuniões

O conselho se reúne quatro vezes durante o ano. O presidente fixa a agenda de cada reunião, em consulta com o Secretário da companhia. Qualquer director pode acrescentar o assunto que desejar para uma reunião. Os membros da gestão sénior assistem às reuniões a convite do conselho de administração. Cópias de documentos do conselho de administração são colocadas a circular ao encontro dos administradores, por via electrónica ou outras formas. Administração pode ter qualquer assunto de interesse registado na acta do Conselho.

Directores são incentivados a participar no debate e a trazer julgamento independente sobre assuntos que estão a ser considerados. O Conselho entende que as diferenças de opinião são construtivas, de forma a conduzir a uma melhor avaliação sólida dos e consequentemente, melhores resultados. O conselho de administração pode solicitar o parecer de peritos independentes sempre que se considerar oportuno.

Competência, conhecimento e experiência

O conselho considera que, dentro deste, os administradores que o compõem deverão trazer para a Mozal competência, conhecimento e experiência necessária para governar a companhia, incluindo a experiência internacional, entender o mercado económico do sector em que a Mozal opera e ainda perceber sobre a saúde, segurança, ambiente e desafios da comunidade local.

O presidente

O presidente tem o papel de liderar o conselho de administração e garantir que o mesmo recebe informação adequada, actualizada e clara para permitir que os administradores a trabalhem e construam uma análise crítica sobre a performance da gestão. É da responsabilidade do presidente a representação do conselho de administração aos accionistas.

Nas tabelas seguintes a seguir visualizamos, para o ano de 2007, membros que passaram pela administração e bem como os que foram nomeados para os cargos na administração. Conforme referido, os accionistas têm nomeado anualmente os respectivos administradores para seus representantes, como está patente na tabela para os 3 grandes accionistas.

No que concerne a nacionalidade dos membros do conselho de administração, é verificada prevalência sul-africana para o caso da BHP Billiton e da IDC e para a Mitsubishi a japonesa.

Tabela 7 – Membros representantes dos accionistas da Mozal

	MEMBROS	CLASSE	NACIONALIDADE
BHP Billiton	GP Hunt (presidente) (retirado em 31 Jul. 2007)	Não executivo	África do Sul
	N L C Silva (presidente) (nomeado 01 de Agosto 2007)	Não executivo	Brasil
	V Nicoletti	Não executivo	Italiana
	J R P de Carvalho	Independente	Moçambique
	Dr H X Mkhwanazi	Não executivo	África do Sul
IDC	M G Qhena (retirado em 01 de Fevereiro de 2007)	Não executivo	África do Sul
	Ms S M B Nyalunga	Não executivo	África do Sul
	S M S Sibisi (nomeado 01 de fevereiro de 2007)	Não executivo	África do Sul
Mitsubishi	K Shinohara (retirado em 01 de Novembro de 2006)	Não executivo	Japão
	Mr T Shimamura (retirado em 01 de Novembro de 2006)	Não executivo	Japão
	K Noguchi (nomeado primeiro de Novembro de 2006)	Não executivo	Japão
	Mr T Matsuoka (nomeado 01 de Novembro de 2006)	Não executivo	Japão

Fonte: Relatório e Contas da Mozal 2007

Tabela 8 - Membros das comissões

	MEMBROS	CLASSE	NACIONALIDADE
Comissão de Auditoria e Conselho Fiscal	J P C Horne (Presidente)	Independente	África do Sul
	Mr V Nicoletti	Não executivo	Itália
	M Scharneck (retirado em 31 de Julho de 2007)	Não executivo	África do Sul
	A van der Loo (nomeado 06 de Agosto de 2007)	Não executivo	África do Sul
	Ms S M B Nyalunga	Não executivo	África do Sul
	H Ikeda	Não executivo	Japão
Comissão de Remunerações	Dr H X Mkhwanazi (Presidente)	Não executivo	África do Sul
	M G Qhena (retirado em 01 de fevereiro de 2007)	Não executivo	África do Sul
	SMS Sibisi (nomeado em 2 de Fevereiro de 2007)	Não executivo	África do Sul
	Mr T Shimamura (retirado em 01 de Novembro de 2006)	Não executivo	Japão
	K Noguchi (nomeado 1 de Novembro de 2006)	Não executivo	Japão

Fonte: Relatório e Contas da Mozal 2007

Cada comissão, de auditoria e conselho fiscal e de remunerações, é constituída por pelo menos um membro de cada accionista.

A BHP Billiton esteve representada no conselho de administração durante o ano de 2007 com um peso de 50%, conforme ilustra a tabela 9.

Na verdade a estrutura do conselho de administração não tem diferido desta composição. A BHP Billiton é sempre a mais representativa, sendo o presidente do conselho de administração da Mozal também um membro nomeado daquele grupo.

Tabela 9 - Membros do conselho de administração

Conselho de Administração (2007)	
N L C Silva (Presidente)	BHP Billiton
V Nicoletti	BHP Billiton
H X Mkhwanazi	BHP Billiton
J R P de Carvalho	BHP Billiton
S M B Nyalunga	IDC
S M S Sibisi	IDC
K Noguchi	Mitsubishi
T Matsuoka	Mitsubishi

Fonte: Relatório e Contas da Mozal 2007

4.4 Remunerações

A Mozal paga somente o salário ao único administrador independente que tem no conselho de administração, sem que haja lugar ao pagamento de outros benefícios para além dessa remuneração.

As remunerações dos restantes membros do conselho de administração são pagas pelas respectivas entidades, accionistas da Mozal, que os nomeiam para administradores, uma vez que estes são empregados dessas entidades e não configuram no custo de pessoal afecto à Mozal.

4.5 Conselho fiscal

Este conselho fiscaliza as actividades da Mozal, assentando nos relatórios da auditoria externa, da KPMG, na auditoria interna, comissão de auditoria e BHP Billiton e com base nos seus próprios procedimentos. O objectivo da fiscalização realizada pelo conselho fiscal é de, a seguir, reportar aos accionistas as conclusões sobre o seu trabalho. Os membros do conselho fiscal respondem pelas necessidades da comissão de auditoria e do próprio conselho. Verificam relatórios e registos contabilísticos, bem como restante documentação de apoio que for considerada relevante. Este conselho tem a cooperação da administração no desempenho das suas funções.

Por fim, após este levantamento fiscal, o conselho irá pronunciar-se ao recomendar aos accionistas sobre a aprovação ou não dos documentos financeiros.

4.6 Auditoria

A auditoria externa da Mozal está a cargo da KPMG Auditores e Consultores, SA., uma companhia moçambicana e uma firma-membro da rede de firmas afiliadas à KPMG Internacional uma cooperativa suíça.

A auditoria da KPMG decorre da responsabilidade da administração na preparação das demonstrações financeiras a serem publicadas, deste modo, a KPMG tem como responsabilidade emitir a sua opinião, sobre os documentos financeiros, baseada na sua própria auditoria.

A KPMG conduz a sua auditoria à Mozal de acordo com as normas internacionais de auditoria. A avaliação da demonstração financeira, o desempenho financeiro e dos *cash flows* da Mozal é realizada com base nas normas internacionais de relato financeiro. Esta auditoria é realizada com base no exercício financeiro que termina no dia 30 de Junho de cada ano.

A auditoria da KPMG verifica as seguintes tarefas da administração: concepção, implementação e manutenção do controlo interno relevante para a apresentação das demonstrações financeiras que estejam isentas de distorções materialmente relevantes, quer devido a fraude ou erro.

4.7 Comissões do Conselho

O Conselho estabeleceu uma série de comissões permanentes. Cada comissão funciona no âmbito definido nos termos de referência. As principais comissões são a comissão de auditoria, comissão de direcção de finanças e a comissão de remunerações. As actas dessas reuniões, das comissões, são transmitidas e revistos pelo conselho de administração.

4.7.1 Comissão de auditoria

O papel da comissão de auditoria é de assistir o conselho em relação à transmissão de informações financeiras, a aplicação adequada e a alteração das políticas contabilísticas e de controlo do sistema interno. A Comissão tem responsabilidade de:

- Fazer a revisão e aprovar o plano anual de auditoria interna para a Mozal,
- Revisão dos relatórios de auditoria interna,
- A avaliação do desempenho dos auditores externos, incluindo a sua independência e objectividade,
- Garantir que fique claro que os auditores externos são responsáveis perante a Comissão e o Conselho como representantes dos accionistas, e
- Rever os processos de gestão de risco.

A Mozal também é auditada pela função de auditoria interna da BHP Billiton, que é independente dos auditores externos.

4.7.2 Política de Remunerações (Comissão de Remunerações)

A política de remunerações implementada na Mozal é, como em outros campos da governação empresarial, semelhante à que é exercida no grupo BHP Billiton. Através do papel exercido pela comissão de remuneração descrevemos a política do grupo:

O papel desta comissão é de apoiar e assessorar o Conselho de administração na determinação da remuneração do director independente. Os restantes administradores são nomeados e remunerados pelos accionistas.

A comissão de remunerações determina e acorda com o conselho a política de remuneração do Presidente do Grupo, o CEO, os administradores executivos e os subordinados directos do CEO. Nenhum gestor ou executivo deve estar envolvido nas decisões relativas à sua própria remuneração.

Na determinação da política, a comissão de remunerações terá em conta todos os factores que considere pertinentes. O objectivo da política será:

- oferecer recompensas competitivas para atrair, motivar e reter executivos altamente qualificados dispostos a trabalhar em todo do mundo;
- aplicar exigentes indicadores chave de desempenho (KPIs), incluindo métricas financeiras e não financeiras de desempenho;
- criar recompensas para o aumento de valor para o accionista;
- garantir que as modalidades de remuneração são equitativas e facilitam o desenvolvimento dos recursos humanos do Grupo, e
- a comissão analisará a pertinência e relevância em curso da política de remuneração.

Remuneração do presidente do grupo e administradores não executivos

- A comissão de remunerações irá examinar e fazer recomendações ao membros do conselho de administração do grupo sobre a remuneração para o presidente do grupo em cada ano.
- a remuneração dos administradores não executivos deve ser uma questão para o presidente do grupo e da administração executiva e será revista em cada ano.

Remuneração do CEO

A Comissão irá:

- a) em consulta com o Presidente do Grupo, determinar a remuneração do CEO, sobre a nomeação, tendo em conta a política de remuneração.
- b) recomendar ao Conselho Executivo para sua aprovação, KPI's adequados para o CEO no início de cada exercício financeiro, e
- c) No final de cada exercício financeiro, recomendar ao Conselho a sua nota, os níveis de desempenho para o CEO contra os KPI's definidos no início do ano.

Remuneração dos administradores executivos

A Comissão irá:

- d) Em consulta com o CEO, determinar a remuneração dos administradores executivos, relativas à nomeação, tendo em conta a política de remuneração;
- e) recomendar ao Conselho a sua nota, KPI adequado para dos administradores executivos no início de cada exercício financeiro, e
- f) no final de cada exercício financeiro, recomendar ao Conselho a sua nota, os níveis de desempenho para os administradores executivos contra os KPI's definidos no início do ano

Neste ponto é verificada o papel importante que a comissão de remunerações exerce, ao controlar a questão muito sensível, no que concerne às remunerações, uma vez que é um ponto que tem dividido muito os principais e os agentes.

4.8 Contabilidade e Auditoria

4.8.1 Os relatórios financeiros

Os directores tem a responsabilidade na preparação das demonstrações financeiras que apresentem uma avaliação equilibrada e clara da situação financeira da companhia e, bem como as perspectivas para o futuro.

4.8.2 Controlo Interno

Os directores são responsáveis pelo sistema de controlo financeiro interno da Mozal. Esse sistema pode fornecer apenas uma visão razoável, mas não uma garantia absoluta contra erros materiais ou perda de informação. Os procedimentos chave de controlo são os seguintes:

As informações financeiras

A empresa tem um sistema global de relatórios de resultados financeiros para o conselho de administração. Resultados mensais são preparados com uma comparação em relação com o plano.

Qualidade e integridade

As políticas da empresa com as normas e directrizes para realizar negócios estão detalhadas no *BHP Billiton Guide to Business Conduct* as quais todos os funcionários devem aderir.

Os sistemas informáticos

A Companhia estabeleceu controlos e procedimentos sobre a segurança dos dados contidos nos sistemas de informáticos, e colocou em prática um regime abrangente de recuperação de eventuais desastres. Esses mecanismos são testados regularmente e revistos pelo departamento de auditoria interna.

4.9 Conduta de Negócios

Mozal segue a *BHP Billiton Guide to Business Conduct* que reflecte os valores de integridade, respeito, confiança e abertura. O guia fornece instruções claras e conselhos sobre condução de negócios internacionais, interagindo com os governos e as comunidades locais de trabalho e comportamento em geral. A posição da BHP Billiton sobre uma vasta gama de questões éticas e legais inclui os conflitos de interesse, incentivos financeiros, o suborno, sistema de informação privilegiada e contribuições políticas.

Os empregados da Mozal são fortemente encorajados a utilizar as linhas de ajuda para resolver dilemas éticos relacionados com o trabalho, bem como para denunciarem violações de política.

4.10 *Going concern basis*

Após a realização de inquéritos, revisão de orçamentos, previsões e financiamento das instalações, os Conselheiros deram forma a um julgamento, no momento da aprovação das demonstrações financeiras, que existe uma expectativa razoável de que a empresa tem recursos suficientes para continuar em operação no futuro previsível. Por esta razão, os directores continuam a adoptar o princípio da continuidade na preparação das demonstrações financeiras.

4.11 Observância

Em conformidade com as exigências do *International Accounting Standards Board*, a Administração considera as melhores práticas para comunicar os princípios mencionados neste comunicado.

4.12 Políticas e participação do empregado

A política Mozal é incentivar e manter uma comunicação eficaz de consulta entre os funcionários e a gerência. Além da produção regular e comunicação de newsletters e boletins operacionais, a informação também é fornecida via intranet e e-mail.

A Mozal compromete-se a promover a igualdade no emprego. As decisões baseiam-se em aptidões e habilidades e não em atributos não relacionados ao desempenho de trabalho (incluindo a deficiência).

Se os funcionários se tornarem deficientes durante o trabalho, serão considerados para uma reciclagem profissional e criada uma nova posição de trabalho dentro das suas capacidades.

4.13 Política de pagamentos aos fornecedores

Quando a Mozal celebra um contrato com um fornecedor, as condições de pagamento serão acordadas antes do início do contrato, ao fornecedor será dado o conhecimento destes termos.

CONCLUSÕES

Como se afirmou ao longo do trabalho, precisamente na fundamentação teórica, o tema governo das sociedades teve marcadamente o seu impulso aquando dos escândalos financeiros ocorridos nos últimos anos principalmente nos EUA, que deram origem a intensificação de criação de medidas para conduzir as empresas à melhores práticas de gestão, quer por parte das CMVM locais quer por parte de organismos internacionais como a OCDE. Essas práticas envolvem sobretudo a transparência da actividade dos agentes (gestores) perante os principais (accionistas), é neste aspecto que muitos escândalos ocorridos tiveram origem. Àqueles organismos seguiram-se a criação de institutos de governo de sociedades em vários países.

A intensificação da comunidade internacional na criação de Normas Internacionais de Contabilidade e de harmonização foi um sinal e resposta às questões de transparência da gestão das companhias em todo mundo.

Contudo o tema já vinha a ser debatido há décadas. Numerosos investigadores têm abordado o tema do governo das sociedades. E desde esse período se tem discutido sobre os meios adequados para atenuar os problemas entre os accionistas e os gestores, destacam-se medidas como pela via da protecção legal. Este mecanismo é fundamental para a mitigação daquele conflito, na medida em que o interesse de quem investe num projecto tem meios legais para reclamar do seu fundo se este for utilizado indevidamente.

No caso Mozal, onde o principal accionista é o grupo BHP Billiton, as suas práticas de governo são realizadas sob os auspícios deste accionista. A BHP Billiton é um grupo que participa ou detém em percentagem total empresas a nível internacional, em variadas áreas de negócio, pelo que o seu *Corporate Governance* inclui as praticas genericamente sugeridas nos guias e princípios internacionais do governo das sociedades. Pelo levantamento efectuado às práticas de gestão da Mozal pode-se concluir que a empresa tem-se preocupado com esta questão, englobando vários elementos dos princípios e guias internacionais de boas práticas de governação. Foi passada uma imagem quase completa dos princípios do *Corporate Governace* da BHP Billiton, não se pôde contudo, com o presente estudo, concluir a efectiva ou o grau de aplicabilidade dos princípios.

Nas responsabilidades da administração, entre outras, regista-se o dever da mesma na produção dos documentos financeiros. Para o suporte do conselho de administração foram criadas comissões de auditoria e conselho fiscal e remunerações, o que *per si* indica uma preocupação nas questões sensíveis que tem separado os accionistas dos gestores. Neste Âmbito é de salientar o processo que envolve a aprovação dos documentos financeiros, uma vez que estes têm de passar por revista, para além dos auditores internos e externos, pelas comissões de auditorias e conselho fiscal.

A auditoria interna é realizada por auditores da BHP Billiton e externamente pela KPMG Auditores e Consultores, SA, firma filial da cooperativa suíça KPMG Internacional. À luz dos princípios analisados na fundamentação teórica, a Mozal tem divulgado o relatório e contas anualmente através da via de imprensa, contudo, disponho 3 recomendações:

1. Seria expectável para uma empresa como a Mozal, que os documentos financeiros estivessem igualmente disponíveis para descarregar pela via de internet. Deste modo, poderia abranger um maior número de *stakeholders* da empresa, reforçando a sua transparência. Este meio serviria, igualmente, para a divulgação de todos os outros documentos importantes da companhia, como os estatutos, as políticas, etc., não se limitando à divulgação anual do relatório e contas e demonstrações de resultados, na imprensa.
2. Apesar de, como já referido, a Mozal se reger por auspícios governativos do seu maior accionista BHP Billiton, seria de grande importância que a Mozal criasse um departamento próprio para as questões de *corporate governance*, onde poderia monitorar este principio de uma forma mais autónoma ainda que sob os princípios do seu maior accionista, BHP Billiton.
3. O órgão de administração deveria conter mais do que um administrador independente como sucede actualmente na Mozal. Isto porque é desejável que haja número suficiente de membros independentes ao nível do conselho de administração.

O estudo deste caso não permite concluir que todas as empresas estrangeiras estabelecidas em Moçambique se regem por boas práticas de governação. A Mozal pode constituir um modelo a seguir quer por parte de empresas estrangeiras quer de empresas com sede em Moçambique.

Com a globalização e sendo Moçambique um país que tem atraído muitos investimentos, de capital intensivo como o caso da Mozal, o projecto de gás natural Sazol, a mina de areias pesadas de Moma, etc., o país conta no seu tecido empresarial, através de projectos como estes, com empresas que fazem parte de grandes grupos internacionais, cujos princípios de governo de sociedades são evoluídos. Nesse sentido, as empresas moçambicanas deverão olhar para estes casos para melhorarem as práticas de gestão. Do mesmo modo, os órgãos legislativos moçambicanos beneficiariam o clima económico através da adopção de normas internacionalmente aceites que facilitariam tanto a atracção de investimento estrangeiro como o desenvolvimento do tecido empresarial doméstico e a sua expansão para o exterior.

BIBLIOGRAFIA

Agrawal, A. e Knoeber, C. (1996), R. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 31, p. 377-390

Allen, F. e Gale, D.(2000), *Comparing financing systems*. 1. Ed. Cambridge MA: MIT Press, cap. 1

Alves, C. e Mendes, V. (2001), *Recomendações da CMVM Relativas ao Corporate Governance e a Performance das Sociedades*, Publicação de Estudos por Ocasão do 10º Aniversário da CMVM. <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/C2E1544A-66AE-489B-827E-E7FD1D3EB48F.htm>

Barclay, M. J. e Holderness,(1989), C. G. Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics*, v. 20, n. 2, p. 371-395, Dec.

Bebchuk, L. A. (1999) A rent-protection theory of corporate ownership and control. Cambridge, *National Bureau of Economic Research Cambridge*, NBER Working paper n. 7203.

Bebchuk, L. A., *et al.* (2000), *Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights*. In: MORCK, R. K. *Concentrated corporate ownership*. Chicago: University of Chicago Press, Cap. 10. p. 295-317

Becht, M., *et al.* (2003), *Corporate Governance and Control*, in: Handbook of the Economics of Finance, Volume 1A, Amsterdam: North-Holland.

Becht, M., *et al.* (2002), *Corporate Governance and Control*. *European Corporate Governance Institute (ECGI) – Financing Working Paper No. 02/2002*

Bonomi, C. A e Malvessi O. (2004), *Project Finance no Brasil*, Fundamentos e estudo de casos. 2ª ed. São Paulo: Atlas.

Bratton, W. W. e Mccahery, J. A. (1999), Comparative corporate governance and the theory of the firm: the case against global cross reference. *Columbia Journal of Transnational Law*, v. 38, n. 2

Bushman, R. e Smith, A. (2003), Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance. *FRBNY Economic Policy Review*, April, p. 65-87

Byrd, J. W. e Hickman, K. A. (1992), Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, v. 32, p. 195-221

Cadbury, A. (2002), *Corporate Governance and Chairmanship: a personal view*, OXFORD University Press

Chen, J. e Jaggi, B. (2000), Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy* 19, p. 285-310

Coase, R. H. (1937) The Nature of the Firm. *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16. (Nov., 1937), pp. 386-405.

Coffee, J. C. (2001), The rise of dispersed ownership: the role of law in the separation of ownership and control. *New York, Columbia Law School*, Working paper n. 182.

Cooke, T. e Haniffa, R. (2000), Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian Corporations. *Working Paper*, University of Exeter.

Davies, A. (2006) *Boas práticas de governo das sociedades*. Monitor

Denis, D. K. e McConnell, J. J. (2003), International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 30, n.1, p.1-36

Duarte T.A.E.R. (2007) *o Governo das Sociedades (corporate governance) – análise do desempenho das sociedades cotadas em bolsa respondentes ao 4º inquérito da cmvm sobre práticas relativas ao governo das sociedades*. Tese de Mestrado em MBA/Gestão. ISEG

Dutra, M.G.L e Saito, R. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*. http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:k2ZNCWiu7wJ:www.scielo.br/scielo.php%3Fpid%3DS1415-65552002000200003%26script%3Dsci_arttext+Bratton+McCahery+1999.&cd=3&hl=pt-PT&ct=clnk&gl=pt&client=firefox

Eisenhardt, K.,M, (1989), Agency Theory: An Assessment and Review, *Academy of Management Review*, , Vol. 14. No. 1, 57-74

El-Gazzar, D e O'Hara, M, (2003), Information and the Cost of Capital. *Journal of Finance* 59, p. 1553-1583,

Esperança, J. P. e Matias, F.(2005) *Finanças Empresariais*. Dom Quixote

Esty, B. C. (2003), Financing the Mozal Project. *Harvard Business School*. 9-200-005, Rev. April 15

Esty, B. C (2003), The economic motivation for using *Project Finance*, *Journal of Applied corporate finance*.

Evan, W. M. (1993), *Organization Theory: Research and Design*, New York: Macmillan

Faccio, M. e L. Lang (2002), The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, Nº 3, pp. 365-395.

Fama, E.(1980) Agency problems and theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88 (2), p. 288-307

Fama, E. e Jensen, M.(1983) Separation of Ownership Structure and Control. *Journal of Law and Economics*, v.26, p.301-325

Gama, A. P. (1999) *Os determinantes da estrutura de capital das PME's industriais portuguesas*, Tese de Mestrado em Gestão, 39.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa(IBGC) (2007). Governança Corporativa.. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>

Jensen, M.C. e W.H. Meckling (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4):305-360.

Jensen, Michael C. (1993) The Modern Industrial Revolution, Exit, and Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, 48:831-880.

Kaplan, S. N. e Minton, B.(1994) Appointments of outsiders to Japanese boards: determinants and implications for managers. *Journal of Financial Economics* 36, p. 225-257

Klein, B., et. al. (1978) Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process. *Journal of Law and Economics*, Vol. 21, No. 2 (Oct., 1978), pp. 297-326

La Porta, R. et al. . (1998), Law and finance, *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, p. 1113-1155

La Porta, R., et. al. (1999), A. Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, 58 (2000) 3-27

La Porta, R. et. al, (1999), A. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 41-517

Lazana, A.P. (2004) *Relação entre Disclosure e Governança Corporativa das empresas brasileiras*. Tese de Mestrado, Universidade de São Paulo.

<http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/gov-corp/lanzana-2004.pdf>

Leftwich, R. et. al (1991), Voluntary Corporate Disclosure: the case interim reporting. *Journal of Accounting Research, Supplement* Vol. 19, p. 50-77, 1981.

Nenova, T. (2000), The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis. Boston, Harvard University. Working paper.

Nunes, P.C. (2006) *Corporate governance*. Almedina

OCDE – Organização para a cooperação e o desenvolvimento económico (2004). Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, <
<http://books.google.pt/books?id=0-hSHB3ZOVAC&printsec=frontcover&dq=governo+das+sociedades&ei=q0mcS9WkBIGuAT65532Cg&cd=1#v=onepage&q&f=false> >

Pretorius, L. G., 2005, *The political economy of South African foreign direct investment in Mozambique: a case study of Mozal and its implications for development in Mozambique and southern Africa*, Tese de Doutoramento, University of the Western Cape (UWC).

Rosenstein, S. e Wyatt, J. G. (1990), Outside directors, board independence and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, v. 26, p. 175-191

Schadewitz, H. J. e Blevins, D. R. (2000) Major determinants of interim disclosures in an emerging market. *American Business Review* 16(1), p. 41-55

Shleifer, A. e R. Vishny (1997), A Survey of corporate governance, *Journal of Finance*, 52, 737-783

Siffert, N. F. (1996), A teoria dos contratos económicos e a firma. São Paulo: IE/USP/Departamento de Economia, (Tese de Doutoramento).

Silva, A.S., *et. al* (2006) *Livro branco sobre corporate governance em Portugal*, Instituto Português de Corporate Governance

Smith, A. (1775), *Inquérito sobre a natureza e as causas da riqueza das nações*, Fundação Calouste Gulbenkian, Volume II, Edição de 1981.

Smith, A. (1981) *Riqueza das Nações*. Fundação Calouste Gulbenkian

Valadares, S. M. e Leal, R. P. C. (2000), Ownership and control structure of brazilian companies. *Revista Abante*, V. 3, N°1, pp 29-56 (outubro 1999/abril 2000) <
<http://www.abante.cl/files/ABT/Contenidos/Vol-3-N1/2%20Valadares.pdf> >

Watts, J. e Zimmerman, J. (1986) Positive accounting theory. *Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall*,

Weisbach, M. S. Outside directors and CEO turnover. (1988) *Journal of Financial Economics*, v. 20, n. 1, p. 431-460, Jan./Mar

Williamson, O. E.(1988) Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance*, v.43, n. 3. Jul.

Williamson, O. E. (2002), The theory of the firm as governance structure: From Choice to Contract, *The Journal of Economic Perspectives*, Summer, Volume 16, Number 3.

Williamson, O. E., *et al.* . (1999) *The economics of transaction costs*, Na Elgar Critical Writings, Reino Unido

Williamson, O. E., (1994) Les institutions de l'économie, interédictions, *Paris (traduction française)*

Zingales, L. (1998), *Corporate governance*. The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law. London: Macmillan

ANEXOS

Relatório Cadbury - Código de Práticas Recomendáveis

1. O Conselho de Administração

- 1.1. O Conselho deverá reunir-se regularmente, manter controlo sobre a companhia e monitorar seus administradores executivos.
- 1.2. Deverá haver uma divisão de responsabilidades claramente aceite na direcção da companhia, que assegurará o equilíbrio de poder e autoridade, para evitar que qualquer pessoa disponha de poder de decisão sem restrição. Quando o presidente do Conselho for também o executivo principal, é indispensável a existência de uma pessoa forte e independente no Conselho, reconhecidamente um membro sénior.
- 1.3. O Conselho deverá ser composto por membros não-executivos em número suficiente, para que suas opiniões tenham peso significativo nas decisões do Conselho.
- 1.4. O Conselho deverá ter uma programação formal de assuntos reservados especificamente para sua decisão, para assegurar que a direcção e controlo da companhia estejam firmemente em suas mãos.
- 1.5. Deverá haver um procedimento de consenso para os conselheiros quando, no cumprimento de seus deveres, for necessário contratar assessores profissionais independentes, paga pela companhia.
- 1.6. Todos os conselheiros deverão ter acesso ao aconselhamento do secretariado da companhia, responsável perante o Conselho pela garantia de que os procedimentos do mesmo sejam seguidos e que as regras e regulamentos aplicáveis sejam cumpridos. Qualquer questão relativa à exoneração do Secretariado da companhia deverá ser um assunto para o Conselho como um todo.

2. Conselheiros Não-Executivos

- 2.1. Os Conselheiros não-executivos deverão exercer um julgamento independente nos assuntos de estratégia, desempenho, recursos, incluindo nomeações chave e padrões de conduta.
- 2.2. A maioria do Conselho deverá ser independente dos administradores e livre de qualquer negócio ou outro relacionamento que possa materialmente, interferir no exercício de seu julgamento independente, desassociado dos seus honorários ou participação accionista. Os honorários devem reflectir o tempo que eles dedicam à companhia.
- 2.3. Conselheiros não-executivos deverão ser eleitos por mandatos determinados e a sua reeleição não deverá ser automática.
- 2.4. Conselheiros não-executivos deverão ser escolhidos através de um processo formal. Tanto este processo quanto sua eleição deverão ser assunto para o Conselho como um todo.

3. Conselheiros que exercem cargos de administradores

- 3.1. Os contratos de serviço dos conselheiros executivos não deverão ultrapassar três anos sem a aprovação dos accionistas.
- 3.2. A remuneração total dos administradores, bem como do Presidente do Conselho e do conselheiro melhor remunerado, deverá ser divulgada total e claramente, incluindo contribuições para planos de pensão e opções para compra de acções. Cifras separadas deverão ser fornecidas para honorários e outros elementos relacionados ao desempenho e as bases sobre as quais o desempenho é avaliado deverão ser explicadas.
- 3.3. O pagamento dos conselheiros que sejam executivos da companhia deverá ser sujeito às recomendações de uma comissão de remuneração composta na sua totalidade, ou em grande parte, por conselheiros não-executivos.

4. Relatórios e Contas

- 4.1. É dever do Conselho apresentar uma avaliação equilibrada e compreensível da situação da companhia.

- 4.2. O Conselho deverá assegurar que se mantenha uma relação objectiva e profissional com os auditores.
- 4.3. O Conselho deverá implementar uma comissão de auditoria, formada por pelo menos três conselheiros não-executivos, com parâmetros definidos claramente sobre sua autoridade e responsabilidades.
- 4.4. Os conselheiros deverão explicar sua responsabilidade na preparação do texto que acompanha os relatórios dos auditores.
- 4.5. Os conselheiros deverão reportar sobre a eficácia do sistema interno de controlo da companhia.
- 4.6. Os conselheiros deverão reportar que o negócio opera normalmente com os pressupostos necessários inicialmente definidos.

(Fonte: IBGC)