



**QUE MECANISMOS EXISTEM  
PARA SEPARAR A TITULARIDADE DO CAPITAL  
DO CONTROLO DA GESTÃO.  
OS DIFERENTES PADRÕES DE TITULARIDADE DO  
CAPITAL E DE CONTROLO NAS VÁRIAS REGIÕES DO  
MUNDO**

**Inês Freire de Andrade**

Mestrado em Direito e Gestão (UCP Lisboa)

Working Paper No. 6/2017

Junho 2017

---

This paper can be downloaded without charge from the Governance Lab website at:  
[www.governancelab.org](http://www.governancelab.org).

The contents of this paper are the sole responsibility of its author.

**Keywords:** *ownership, control, separate ownership and control, cash-flow rights, voting rights, leverage control, ultimate control, piramidal structure, dual class shares, cross-ownership, proxy votes, voting coalitions, private benefits of control.*

**QUE MECANISMOS EXISTEM  
PARA SEPARAR A TITULARIDADE DO CAPITAL  
DO CONTROLO DA GESTÃO.  
OS DIFERENTES PADRÕES DE TITULARIDADE DO  
CAPITAL E DE CONTROLO NAS VÁRIAS REGIÕES DO  
MUNDO**

**Inês Freire de Andrade**

[Inesandradee94@hotmail.com](mailto:Inesandradee94@hotmail.com)

**Abstract**

**Executive Summary**

As we shall see, ownership of corporate capital does not always mean control, although the typical rule is “one share-one vote”. The present paper reflects on how shareholders may not control societies, even though they possess a big amount of shares or, on the contrary, how they can exercise control over companies in which they do not have a majority stake.

First of all, it is important to comprehend the difference between ownership and control, which requires the distinction between cash-flow rights and voting rights. Besides, we identify four possible combinations of ownership and control around the world, in which we can see a clear distinction between the USA and UK, on the one hand, and the rest of the world’s paradigm, on the other hand. Each combination has its own advantages and associated problems.

We will focus our attention on the “disperse ownership and strong control” scenario - what we might call the *leverage control* situation. It assumes a huge importance, especially when shareholders search for funding while they desire to keep control of the company, since it allows them to compete with publicly traded companies. As we will demonstrate, there is a variety of ways of doing this. Consequently, at last, we will explain and reflect on some concrete mechanisms that allow shareholders to expand their control, namely the pyramidal structure, dual class shares, in its multiple configurations, cross-ownership, proxy votes and voting coalitions. The use of these techniques varies across countries, demonstrating diverse intensities, prohibitions and patterns, that we will study.

## TABLE OF CONTENTS

INTRODUÇÃO .....	5
TITULARIDADE DO CAPITAL/ <i>OWNERSHIP</i> E CONTROLO DA GESTÃO/ <i>CONTROL</i> .....	6
TITULARIDADE E CONTROLO NAS DIVERSAS REGIÕES DO MUNDO .....	8
MECANISMOS DE SEPARAÇÃO DA TITULARIDADE DO CAPITAL E DO CONTROLO DA GESTÃO:	12
ESTRUTURAS EM PIRAMIDE.....	12
<i>DUAL CLASS SHARES</i> .....	14
<i>CROSS-OWNERSHIP</i> .....	17
<i>PROXY VOTES</i> .....	18
COLIGAÇÕES DE VOTO.....	18
CONCLUSÃO .....	20
BIBLIOGRAFIA.....	21

## **INTRODUÇÃO**

A presente reflexão surge no âmbito da temática do *Corporate Governance*, isto é, o “sistema de normas jurídicas, de práticas e de comportamentos relacionados com a estrutura de poderes decisórios - incluindo a administração, a direção e demais órgãos diretivos - e a fiscalização das organizações, compreendendo nomeadamente a determinação do perfil funcional dos atores organizativos e titulares de órgãos e corpos organizativos e as relações entre estes, os titulares de capital, os associados ou os fundadores e os outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da organização (stakeholders)”<sup>1</sup>.

Este trabalho versa essencialmente sobre os mecanismos de separação entre a titularidade do capital e o controlo da gestão. Efetivamente, como veremos, nem sempre o facto de um acionista deter uma participação social significa o equivalente exercício de controlo da sua parte.

Em primeiro lugar, procurarei definir os conceitos de “titularidade do capital” e “controlo da gestão”, abordando, a este propósito, os principais direitos dos acionistas de uma sociedade<sup>2</sup>.

Em segundo lugar, identificarei os diferentes padrões de *ownership* e *control* estabelecidos nas diversas regiões do globo, assim como as vantagens e desvantagens de cada modelo.

Por último, abordarei a matéria dos diferentes mecanismos que possibilitam a separação da titularidade do capital e do controlo da gestão. Nesse âmbito, refletirei essencialmente sobre o uso de estruturas em pirâmide, de *dual class shares*, de *cross-ownership*, de *proxy votes* e de coligações de voto, procurando evidenciar o modo de funcionamento de cada um e as vantagens e problemas levantados pela sua utilização.

---

<sup>1</sup> CÂMARA, Paulo, *O Governo das Organizações: a vocação universal do Corporate Governance*, Coimbra (2011), 14.

<sup>2</sup> Ao longo do trabalho, referir-me-ei comumente a ações e acionistas, procurando englobar a generalidade de participações sociais e dos seus detentores.

## TITULARIDADE DO CAPITAL/OWNERSHIP E CONTROLO DA GESTÃO/CONTROL

Em primeiro lugar, importa definir “titularidade do capital” e “controlo da gestão”. Nesse sentido, será útil uma pequena nota introdutória acerca dos direitos conferidos aos sócios e acionistas das sociedades, incidindo em especial sobre o caso português<sup>3</sup>.

Podemos definir direitos dos sócios como todos os poderes jurídicos ou situações jurídico-ativas de que aqueles são titulares nessa qualidade<sup>4</sup>. Estes podem ser distinguidos entre direitos organizativos ou políticos, relacionados com a participação do sócio na vida e no governo da sociedade, e direitos patrimoniais ou económicos, que visam a participação nos lucros da empresa.

O artigo 21º do CSC enuncia os direitos gerais dos sócios, incluindo o direito aos lucros (al. a)) e o direito ao voto (al. b)).

O direito aos lucros consiste no direito de quinhão ou partilhar nos lucros gerados pela sociedade, tratando-se, portanto, de um direito patrimonial. Por regra, os lucros são distribuídos na proporção das participações sociais detidas por cada sócio, nos termos do artigo 22º do CSC.

O direito ao voto reflete o direito de o sócio participar na tomada de deliberações da Assembleia Geral da sociedade, através da emissão de votos<sup>5</sup>, pelo que integra a categoria dos direitos organizativos. Através do voto, o sócio pode influenciar o sentido das decisões produzidas, que poderão ir até temas tão relevantes como a eleição dos membros do órgão de administração. No âmbito desta reflexão, tomarei como paradigma a regra uma ação-um voto, pois terei em vista sobretudo as sociedades anónimas, cuja regra se encontra estabelecida no artigo 384º, nº1 do CSC<sup>6</sup>.

Contudo, o direito ao voto inclui algumas exceções, tais como a suspensão dos direitos de voto relativos a ações próprias ou reciprocamente detidas, ações preferenciais sem voto, quotas com voto plural e *voting rights caps*<sup>7</sup>, abordadas mais tarde.

Estamos agora em posição de melhor compreender o significado de titularidade do capital e controlo da gestão.

---

<sup>3</sup> Apesar de, neste âmbito, me focar no direito português, as considerações seguintes poderão ser estendidas a outros ordenamentos. O objetivo é apenas contextualizar a posição jurídica dos acionistas e sócios de uma sociedade comercial.

<sup>4</sup> ANTUNES, José Engrácia, *Direito das Sociedades*, 4ª edição, Porto (2013), 382.

<sup>5</sup> *idem, ibidem*, 390.

<sup>6</sup> Embora a atribuição de direitos de voto possa ser variável, podendo basear-se na lógica um sócio-um voto ou uma ação-um voto.

<sup>7</sup> Artigos 324º, nº1, al. a), 485º, nº3, 341º e ss., 250º, nº2 e 384º, nº2, al. b) do CSC.

Ora, a titularidade do capital ou *ownership* consiste na propriedade efetiva das ações, que confere aos acionistas o direito de receber os resultados gerados pela empresa e de ter acesso aos ativos líquidos da mesma em sede de liquidação, depois de cumpridas todas as responsabilidades. Deste modo, *ownership* pode ser definido como a titularidade de *cash-flow rights*.

Como veremos, existem padrões diferentes de titularidade do capital em diversas partes do mundo. Vários fatores serão determinantes para a definição da estrutura acionista<sup>8</sup>. A este propósito, Harold Demsetz refere que “*a própria propriedade é vista como sensível aos benefícios e custos subjacentes*”<sup>9</sup>.

O controlo ou *control* é definido como a propriedade de direitos de voto<sup>10</sup>. Como referi, os direitos de voto conferem ao acionista a possibilidade de influenciar o rumo da empresa, pois tipicamente os acionistas podem votar aspetos como a nomeação e exoneração da administração, a aprovação de contas e a distribuição de resultados.

Nem sempre o controlo é exercido diretamente, não deixando, por isso, de se considerar verdadeiro controlo. Ora, o controlo pode ser exercido por detenção de direitos de voto de uma empresa, caso em que se tratará de controlo direto, ou através de mecanismos que separam o direito ao dividendo do direito ao voto e que conferem a determinado acionista o *ultimate control*. Tais mecanismos serão abordados posteriormente.

Note-se, adicionalmente, que podemos olhar para o controlo da perspectiva de uma minoria de bloqueio. Na maior parte dos países, é necessária uma maioria simples de votos para aprovar uma deliberação em Assembleia Geral, maioria essa que se eleva quando estão em causa assuntos de maior sensibilidade para a empresa, que poderão alterar a sua natureza, tais como fusões, aquisições e liquidação da sociedade. Nesse caso, a reunião dos restantes direitos de voto, apesar de não garantir a aprovação das deliberações iniciadas pelo acionista detentor, confere poder de veto nas decisões da Assembleia Geral, o que deverá ser entendido como um meio de controlo<sup>11</sup>.

Em Portugal, a generalidade das deliberações da Assembleia Geral é aprovada por maioria simples de votos<sup>12</sup>. A maioria qualificada exigida para a aprovação de deliberações que versem sobre a alteração do contrato, fusão, cisão, transformação, dissolução ou outras matérias que

---

<sup>8</sup> São eles a dimensão da empresa que maximize o seu valor; o potencial de controlo, isto é, o lucro potencial derivado do exercício de controlo mais efetivo; e a regulação sistemática, cujo objetivo é impor constrangimentos no âmbito e impacto das decisões dos acionistas. DEMSETZ, Harold, *The organization of economic activity: ownership, control and the firm*, Oxford (1988), 20.

<sup>9</sup> *idem, ibidem*, 20 e 203.

<sup>10</sup> GOERGEN, Marc, *International Corporate Governance*, Pearson (2012), 28.

<sup>11</sup> Por exemplo, se a maioria qualificada exigível for de 75%, a detenção de 25% dos votos representa uma minoria de bloqueio. *idem, ibidem*, 29.

<sup>12</sup> Artigos 189º, nº2, 250º, nº3 e 386º, nº2 do CSC.

requerem maioria qualificada não especificada é de dois terços dos votos emitidos, nas sociedades anónimas, logo um acionista tem poder de bloqueio quando detém um terço dos direitos de voto<sup>13</sup>. Nas sociedades por quotas, é necessária uma maioria de três quartos dos votos para aprovação de deliberações nas mesmas matérias<sup>14</sup>.

## **TITULARIDADE E CONTROLO NAS DIVERSAS REGIÕES DO MUNDO**

Estabelecidos os conceitos de *ownership* e *control*, veremos, de seguida, quais os padrões verificados nas diferentes regiões do mundo. É possível identificar quatro combinações de titularidade e controlo nas empresas: propriedade dispersa e pouco controlo; propriedade concentrada e controlo forte; propriedade dispersa e controlo forte; propriedade concentrada e pouco controlo.

A combinação propriedade dispersa e pouco controlo predomina largamente nos EUA e no Reino Unido, onde existe um número elevado de empresas cotadas e de enorme dimensão, pelo que a estrutura acionista é difusa e efetivamente separada do controlo das decisões empresariais<sup>15</sup>.

O facto de a *ownership* ser dispersa tem essencialmente duas vantagens. Em primeiro lugar, verifica-se um aumento da liquidez das ações, uma vez que, existindo mais investidores a detê-las, será bastante mais fácil proceder à sua transação. Tal resulta frequentemente numa redução do custo de capital para a empresa, que lhe é benéfico e aumenta o seu valor de mercado. Em segundo lugar, a empresa encontra-se numa situação de maior probabilidade de ocorrência de *takeovers* que aumentam o seu valor. Esta possibilidade faz com que os administradores se preocupem constantemente com os resultados, uma vez que pretendem evitar *takeovers* hostis, que inclusivamente poderão resultar na perda da sua posição<sup>16</sup>.

No entanto, esta estrutura dispersa também apresenta desvantagens. A principal consiste no problema de *free-riding*, isto é, como a empresa tem um número elevado de acionistas, nenhum deles terá poder ou incentivos suficientes para monitorizar a atuação da administração. Repare-se: se um deles decidir proceder à monitorização da gestão, apenas ele gastará tempo, dinheiro e outros recursos; no entanto, os benefícios do controlo exercido aproveitam a todos os investidores. Isto faz com que, na realidade, exista pouca supervisão nas

---

<sup>13</sup> Artigo 386º, n.º3 do CSC.

<sup>14</sup> Artigos 265º, n.º1 e 270º, n.º1 do CSC.

<sup>15</sup> DEMSETZ, Harold, *The organization of economic activity: ownership, control and the firm*, Oxford (1988), 202.

<sup>16</sup> GOERGEN, Marc, *International Corporate Governance*, Pearson (2012), 42 e GOERGEN, Marc, RENNEBOOG, Luc, *Prediction of ownership and control concentration in German and UK initial public offerings*, UMIST and Department of Finance and CentER, Tilburg University (Outubro 1999).



empresas que adotam esta estrutura acionista, embora sejam criados mecanismos de controlo interno e externo, de modo a mitigar os problemas de agência.

A potencial falha de monitorização conduz, muitas vezes, a conflitos de interesses entre acionistas e gestores. Berle e Means, que primeiramente se pronunciaram sobre o tema da separação entre *ownership* e *control*, defendem que tal separação é uma forma de comprometer o papel da maximização de lucros como guia para alocação de recursos, pois conduz a uma situação em que os interesses dos acionistas e dos administradores frequentemente divergem. Os acionistas pretendem maximizar os lucros da empresa, enquanto os administradores preferem maximizar o seu tamanho, não correr tantos riscos e adiar decisões complicadas. Os acionistas não conseguem controlar a administração, pois esta possui maior autonomia na gestão dos recursos da sociedade e maior poder decisório. Tal levará a que, à partida, o conflito seja vencido pelos administradores e que haja uma diminuição dos lucros face ao cenário potencial<sup>17</sup>.

No entanto, vezes surgiram no sentido de que, quando verdadeiramente necessário, a titularidade do capital tornar-se-á suficientemente concentrada para controlar a gestão<sup>18</sup>. Note-se que também existem situações de administradores que detêm ações, caso em que *ownership* e *management* não se encontram tão distantes, uma vez que existem interesses próprios dos gestores em causa<sup>19</sup>.

Poderemos referir como exemplo desta estrutura a empresa Coca Cola: o acionista com maior participação detém 9% do capital social e, em conjunto, os dez maiores acionistas detêm menos de 30% do capital da empresa<sup>20</sup>.

No resto do mundo, é usual as empresas terem um grande acionista ou um grupo de acionistas controladores. Com efeito, a combinação propriedade concentrada e controlo forte é característica de cerca de 50% das grandes empresas. Muitas vezes, estas não são cotadas. É o caso da maioria das empresas em Portugal.

A vantagem primordial da concentração de *ownership* consiste no facto de haver um acionista maioritário com poder e incentivos suficientes para monitorizar a atuação da administração<sup>21</sup>. Efetivamente, quanto maior a percentagem de ações detidas, maior o poder para obter representação no *board of directors* e para exercer influência sobre a equipa de gestão. Esse poder também significa o acesso a informação interna da empresa. Neste âmbito,

---

<sup>17</sup> Presume-se que os interesses dos sócios acabam por tomar um papel secundário aquando da tomada de decisão e que nem todos os recursos sejam utilizados na prossecução da maximização do valor acionista.

<sup>18</sup> Poder-se-á proceder a um *takeover* ou à aquisição de grande parte das ações por alguns acionistas. DEMSETZ, Harold, *The organization of economic activity: ownership, control and the firm*, Oxford (1988), 187, 197 e 198.

<sup>19</sup> *idem, ibidem*, 199.

<sup>20</sup> GOERGEN, Marc, *International Corporate Governance*, Pearson (2012), 43.

<sup>21</sup> *idem, ibidem*, 42 e DEMSETZ, Harold, *The organization of economic activity: ownership, control and the firm*, Oxford (1988), 224.

os *blockholders* e os *private owners* têm os meios e a motivação que os acionistas no modelo de *ownership* dispersa não têm<sup>22</sup>.

Por outro lado, a existência de um acionista com poder suficiente para influenciar a gestão poderá fazer com que o utilize de modo a que esta tome decisões que favoreçam os seus interesses pessoais, em detrimento dos restantes acionistas. Tratam-se de *private benefits of control*, por oposição aos *security benefits of control*. Existe, assim, um problema de conflito de interesses entre acionistas majoritários e acionistas minoritários. Além disso, verifica-se a desvantagem de pouca liquidez das ações. O valor da empresa é prejudicado.

Na Europa Ocidental, grande parte das empresas cotadas têm um acionista detentor da maioria dos votos. Na Áustria, a percentagem é de 68%; na Bélgica, 66%; na Alemanha, 64%; em Itália, 56%; em Espanha, 33%; e na Suécia, 26%. Se recorrermos à perspetiva de *blocking minority*, a percentagem aumenta. Na Bélgica, 94% das empresas cotadas tem um acionista com direito de bloqueio; na Áustria, 86%; na Alemanha, 83%; em Espanha, 67%; em Itália 66%; na Suécia 64%<sup>23</sup>. Muitas destas sociedades são empresas familiares.

Exemplificando, na Alemanha e na Bélgica, a maior parte das empresas tem estruturas complexas de concentração acionista, havendo poucas sociedades transacionadas em Bolsa. Um exemplo notório é a alemã AUDI AG, cujo acionista majoritário, a Volkswagen, detém 99% dos votos<sup>24</sup>. Na Bélgica, muitas empresas são detidas por *holdings* e famílias e o controlo é alavancado por estruturas piramidais complexas<sup>25</sup>. Na Europa de Leste, a tendência é semelhante: por exemplo, na República Checa, em média, o acionista majoritário nas empresas cotadas detém 61% dos votos, sendo que o segundo acionista detém 26%<sup>26</sup>.

Na Ásia, também é este o padrão, excluindo o caso do Japão. Por exemplo, a percentagem de empresas cotadas com um acionista com mais de 20% do capital e do controlo é a seguinte: em Hong Kong, 93%; na Indonésia, 95%; na Malásia 90%; nas Filipinas, 80%; e em Singapura, 95%<sup>27</sup>. Inclusivamente, nos países asiáticos, há mais empresas controladas por famílias do que na Europa: mais de 50% dos grupos na Índia e no Sudeste Asiático são controlados por

---

<sup>22</sup> De facto, o *blockholding* permaneceu na Europa Continental, ao contrário do que aconteceu nos EUA, porque os custos de agência com administradores eram potencialmente mais altos aí e os acionistas não estavam dotados de meios alternativos que melhor satisfizessem esse propósito. ROE, Mark J., *Modern Politics and ownership separation*, in *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge (2004), 253 e GOERGEN, Marc, RENNEBOOG, Luc, *Prediction of ownership and control concentration in German and UK initial public offerings*, UMIST and Department of Finance and CentER, Tilburg University (Outubro 1999), 2.

<sup>23</sup> GOERGEN, Marc, *International Corporate Governance*, Pearson (2012), 30 e 31.

<sup>24</sup> *idem, ibidem*, 46.

<sup>25</sup> No início do novo milénio, cerca de 56% das empresas cotadas tinham uma maioria de direitos de voto, em 18% havia uma supermaioria (mais de 75% dos direitos de voto concentrados num acionista ou grupo) e em 85% havia um acionista com direito de bloqueio (mais de 25% dos votos). RENNEBOOG, Luc, *Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels Stock Exchange*, Department of Finance and CentER, Tilburg University (Julho 1999), 10.

<sup>26</sup> GOERGEN, Marc, *International Corporate Governance*, Pearson (2012), 38.

<sup>27</sup> *idem, ibidem*, 35.

famílias<sup>28</sup>. Em Hong Kong, os 10 maiores grupos familiares controlam 32% da capitalização bolsista; na Tailândia, 46%; e na Indonésia, 58%<sup>29</sup>.

Combinar propriedade dispersa e controlo forte tem como vantagens a liquidez associada à dispersão de capital e o combate ao conflito de interesses entre acionistas e administradores e como desvantagem o aumento de conflitos de interesses entre acionistas majoritários e minoritários. Marc Goergen defende que a maior parte das empresas fora dos EUA e do Reino Unido se encontra nesta situação<sup>30</sup>.

O grupo de empresas da família sueca Wallenberg é um bom exemplo. Os Wallenberg têm uma fortuna de 1 bilião, mas controlam ou exercem influência significativa sobre negócios que valem centenas de vezes mais<sup>31</sup>.

Na Ásia, verifica-se o mesmo, sobretudo no Japão, em que se recorre bastante a participações cruzadas.

Este modelo será desenvolvido no próximo ponto do trabalho, em que se explicará quais os mecanismos para expandir o controlo sem aumentar a titularidade de capital.

A situação mais rara combina propriedade concentrada e pouco controlo. Tal acontece em empresas onde se estabelecem *voting right caps*, isto é, em que o número ou percentagem de votos a exercer direta ou indiretamente por cada acionista, para efeitos de deliberação em Assembleia Geral, se encontra limitado. Deste modo, o controlo acaba por ser enfraquecido. Podemos referir o exemplo da Nestlé SA, cujos estatutos prevêm um *voting cap* de 5%.

Em Portugal, isso também é possível<sup>32</sup>. Por exemplo, os estatutos do BPI previam um *voting right cap* de 20% dos direitos de voto. Na Europa, apenas não existem na Bélgica, Estónia, Luxemburgo e Holanda<sup>33</sup>.

A vantagem deste modelo é o combate ao conflito de interesses entre acionistas, já que os minoritários acabam por ser protegidos. No entanto, não existe tanta monitorização da atuação da administração.

---

<sup>28</sup> *Special Report on Family Companies*, The Economist, 2015 (18 de Abril).

<sup>29</sup> BREALEY, Richard, MYERS, Stewart, ALLEN, Franklin, *Princípios de finanças empresariais*, 8ª edição, Madrid (2007), 941.

<sup>30</sup> GOERGEN, Marc, *International Corporate Governance*, Pearson (2012), 43.

<sup>31</sup> *The Wallenberg Group: a Nordic pyramid*, The Economist, 2016 (12 de Março).

<sup>32</sup> Artigo 384º, n.º2, al. b) do CSC.

<sup>33</sup> *Report on the Proportionality Principle in the European Union, Proportionality between ownership and control in EU listed companies: External study commissioned by the European Commission*, 2007, 30.

## **MECANISMOS DE SEPARAÇÃO DA TITULARIDADE DO CAPITAL E DO CONTROLO DA GESTÃO:**

Como verificámos, nem sempre uma estrutura dispersa de capital significará um compromisso de menor exercício de controlo. Neste âmbito, podemos falar em *leverage control*, isto é, a situação em que os acionistas detêm uma parte maior dos direitos de voto, enquanto os seus direitos a dividendos permanecem mais reduzidos<sup>34</sup>. Tal assume bastante importância quando pensamos nos meios disponíveis para os fundadores das empresas conseguirem manter o controlo, quando introduzem outros acionistas na estrutura da empresa<sup>35</sup>.

Estes mecanismos consubstanciam uma violação do princípio uma ação-um voto e, como veremos, têm como principal consequência a criação de *private benefits of control*.

Um estudo da Comissão Europeia revela que, no universo das 464 empresas consideradas, 44% recorriam a pelo menos um destes mecanismos. Os países onde tal mais se verifica são França, Suécia, Espanha, Hungria e Bélgica<sup>36</sup>. Naturalmente, a mesma empresa poderá recorrer simultaneamente a mais de uma técnica<sup>37</sup>.

## **ESTRUTURAS EM PIRÂMIDE**

O uso de estruturas piramidais é uma forma fácil e eficiente de assegurar o controlo de uma empresa ou de um grupo, com menos capital do que, à partida, seria necessário<sup>38 39</sup>.

---

<sup>34</sup> GOERGEN, Marc, *International Corporate Governance*, Pearson (2012), 46.

<sup>35</sup> De forma a que possam competir com as restantes empresas, que se podem financiar nos mercados de capitais públicos.

<sup>36</sup> *Report on the Proportionality Principle in the European Union, Proportionality between ownership and control in EU listed companies: External study commissioned by the European Commission*, 2007, 6.

<sup>37</sup> Neste âmbito, Bennedsen e Nielsen chamam a atenção para a importância do princípio da proporcionalidade, segundo o qual será desejável uma distribuição equilibrada dos direitos ao dividendo e ao voto. Estes autores consideram que o uso dos mecanismos *infra* enunciados não é aconselhável, pois destrói valor para as empresas. Com efeito, o uso de *dual class shares* é a técnica menos recomendada, seguida do uso de pirâmides e de *cross-ownership*. No entanto, há que atender às especificidades das empresas de cada região. Enquanto que a contenção do uso destes mecanismos aumentaria, segundo os autores, o valor das empresas no Norte da Europa, na Europa do Sul, onde estes funcionam como substitutos da proteção dos investidores, tal não sucederia. A ideia é *one size does not fit all*. BENNEDSEN, Morten, NIELSEN, Kasper Meisner, *The Principle of Proportionality: Separating the Impact of Dual Class Shares, Pyramids and Cross-ownership on Firm Value Across Legal Regimes in Western Europe*, Copenhaga (Agosto 2005).

<sup>38</sup> Se a empresa recorrer apenas ao capital dos investidores maioritários, não se consegue expandir muito; se entrar nos mercados públicos de *equity*, estes podem perder o controlo. Por isso, as pirâmides proporcionam o melhor dos dois mundos, ao permitir um controlo seguro e o recurso ilimitado a capital público.

Neste âmbito, é necessário distinguir controlo direto de *ultimate control*. O acionista pode ter uma participação direta numa determinada empresa ou pode controlá-la através de uma participação indireta repartida em cadeia. O controlo último, que pertence ao beneficiário final, é o que mais interessa.

Apenas numa frase, *numa pirâmide, o controlo é exercido através de uma sequência de posições de controlo em várias camadas de empresas*<sup>40</sup>. O acionista maioritário tem *leveraged control* através da transferência da sua participação social maioritária na empresa para uma *holding*, da qual detém também uma participação maioritária. O restante capital da empresa e da *holding* é detido por muitos pequenos investidores, que, ao mesmo tempo que dotam as referidas sociedades de meios, não têm poder suficiente para a controlar, influenciando as decisões de gestão ou vetando as decisões do acionista maioritário.

Detendo o controlo da *holding*, que, por sua vez, controla a empresa, o acionista controla a empresa, pois vota com a maioria dos votos e a sua posição acaba por prevalecer<sup>41</sup>. Esta posição pode ser multiplicada através da introdução de camadas na estrutura. Em cada camada poderá estar mais de uma empresa, o que frequentemente sucederá.

Assim, o controlo pode acabar por não ser feito pelos diretos investidores, mas sim pelo *ultimate shareholder*, que se encontra no topo da pirâmide. Como Luc Renneboog constata, o controlo através de uma estrutura piramidal não confere o mesmo controlo que a detenção direta do capital, a não ser que haja um elevado poder de representação no *board* de cada empresa de cada nível da estrutura acionista<sup>42</sup>. Por isso, é essencial que, ao longo das diferentes camadas, haja controlo, ou seja, detenção de, pelo menos, 50,1% dos votos da empresa detida.

Este modelo permite que os investidores detenham o máximo de poder relativamente ao seu investimento. Cada vez que se introduz um patamar, divide-se a necessidade de investimento. Por outro lado, a estrutura piramidal oferece aos investidores passivos o máximo de lucro das habilidades de gestão de outros.

As pirâmides são muito usadas no caso das empresas familiares. Randall Morck considera que o seu uso permite que algumas famílias controlem economias inteiras, um problema muito

---

<sup>39</sup> Segundo um estudo levado a cabo pela Comissão Europeia, na Europa, só não existem estruturas piramidais na Irlanda, Finlândia e Dinamarca. *Report on the Proportionality Principle in the European Union, Proportionality between ownership and control in EU listed companies: External study commissioned by the European Commission*, 2007, 28.

<sup>40</sup> BREALEY, Richard, MYERS, Stewart, ALLEN, Franklin, *Princípios de finanças empresariais*, 8ª edição, Madrid (2007), 941.

<sup>41</sup> Pode, por exemplo, designar e destituir administradores, um dos poderes mais relevantes conferidos aos acionistas.

<sup>42</sup> RENNEBOOG, Luc, *Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels Stock Exchange*, Department of Finance and CentER, Tilburg University (Julho 1999), 5 e 11.

acentuado nos países em desenvolvimento<sup>43</sup>. Por exemplo, a família Wallenberg utiliza estruturas piramidais na construção do seu grupo, controlando empresas que representam cerca de um terço da capitalização bolsista sueca<sup>44</sup> <sup>45</sup>. Morck estima ainda que, em Portugal, dez famílias controlam 34% da capitalização bolsista<sup>46</sup>. Um exemplo paradigmático do uso de pirâmides em Portugal é o Grupo Espírito Santo.

No entanto, as estruturas piramidais têm um efeito negativo. À medida que a estrutura cresce, em dimensão e complexidade, aumentam os custos de agência<sup>47</sup> e a probabilidade de conflitos de interesse, pois cada vez mais o acionista controlador tem tendência a aproveitar-se de vantagens que não sejam proporcionalmente divididas por todos. Tratam-se de *private benefits of control*. É o caso do *tunnelling*, isto é, a transferência de ativos ou lucros de uma empresa para a outra<sup>48</sup>.

Consequentemente, em vários países foi combatido o uso de estruturas piramidais. Nos EUA, durante o New Deal, foi lançada uma política “anti-pirâmides”, com sucesso, pois praticamente todas as empresas têm capital e controlo disperso. No Reino Unido, a mesma luta ocorreu durante os anos 60. Hoje, Israel está a passar por um processo semelhante<sup>49</sup>.

## **DUAL CLASS SHARES**

Existem formas menos onerosas de aumentar o controlo. Uma delas é a emissão pela empresa de duas classes de ações, em que a classe superior detém direitos de voto ou direito de votos superiores e a classe inferior não detém direitos de voto ou detém poucos. Às vezes, as ações sem direitos de voto contêm outros benefícios, como direitos preferenciais de

---

<sup>43</sup> *Special Report on Family Companies*, The Economist, 2015 (18 de Abril).

<sup>44</sup> *The Wallemberg Group: a Nordic pyramid*, The Economist, 2016 (12 de Março).

<sup>45</sup> Em Itália, a família Agnelli controla 10,4% do mercado de ações; em Hong Kong, quinze famílias controlam ativos que valem 84% do PIB; na Malásia, o mesmo valor é de 76%; em Singapura, 48%; e nas Filipinas, 47%. *Special Report on Family Companies*, The Economist, 2015 (18 de Abril).

<sup>46</sup> Em França e na Suíça, o valor é 29%. *Special Report on Family Companies*, The Economist, 2015 (18 de Abril).

<sup>47</sup> Assim, pode, apesar de tudo, haver uma diluição do controlo pelo *ultimate investor*. RENNEBOOG, Luc, *Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels Stock Exchange*, Department of Finance and CentER, Tilburg University (Julho 1999), 5 e GOERGEN, Marc, *International Corporate Governance*, Pearson (2012), 51.

<sup>48</sup> Este é um caso de transferências entre partes relacionadas. Existem partes relacionadas quando as empresas têm acionistas ou administradores comuns, por exemplo. Por isso, ocorre quando o acionista controlador usa uma empresa para melhorar outra do grupo. De facto, o risco de *tunnelling* aumenta com a existência de uma estrutura em pirâmide.

<sup>49</sup> *Special Report on Family Companies*, The Economist, 2015 (18 de Abril).

dividendos ou senioridade mais elevada<sup>50</sup>. O uso de *dual class shares* consiste, assim, numa violação da regra uma ação-um voto. A vantagem é a manutenção da liquidez das ações.

Países como o Brasil, Canadá, Dinamarca, Alemanha, Itália, México, Noruega, Suécia, Suíça e África do Sul recorrem muito a estes mecanismos. Os EUA<sup>51</sup>, o RU, França e África do Sul também utilizam esta técnica, com menos frequência. Por fim, o uso de *dual class shares* é proibido na Bélgica, China, Japão, Singapura e Espanha<sup>52</sup>.

Na Suécia, as ações "classe A" contêm dez votos, enquanto que as ações de classe B contêm apenas um. A família Wallenberg combina a estrutura piramidal com *dual class shares*, que permitem que a família detenha 40% do capital da Investor, o seu veículo de investimento, mas controle 80% dos votos<sup>53</sup>. Em Portugal, o voto plural é vedado<sup>54</sup>.

Em Itália e França, existem ações por antiguidade, que, por previsão nos estatutos, conferem direitos de voto adicionais aos acionistas mais antigos. Com efeito, no conglomerado francês LVMH SA, essas mesmas ações conferem dois votos aos que sejam detentores há mais de três anos<sup>55</sup>.

Em Portugal, as sociedades podem emitir ações preferenciais sem voto, desde que não ultrapassem o montante de metade do capital social<sup>56</sup>. Estas ações não são contabilizadas para determinação da representação do capital para efeitos de deliberações sociais, pois não conferem aos seus titulares direito ao voto; em contrapartida, atribuem o direito a um dividendo prioritário e ao reembolso prioritário em caso de liquidação da sociedade<sup>57</sup> <sup>58</sup>. Além disso, se o resultado anual não for suficiente para o pagamento dos dividendos prioritários, será proporcionalmente dividido pelas ações preferências sem voto e o montante em falta terá

---

<sup>50</sup> O modo como estão definidas as ações classe A e classe B varia, assim como as restrições definidas quanto ao máximo de votos atribuível às ações classe B e à máxima proporção de ações sem voto no total das ações da empresa.

<sup>51</sup> Existem sociedades americanas a emitir *dual class shares*. É o caso da Ford Motor Company. GOERGEN, Marc, *International Corporate Governance*, Pearson (2012), 50.

<sup>52</sup> BREALEY, Richard, MYERS, Stewart, ALLEN, Franklin, *Princípios de finanças empresariais*, 8ª edição, Madrid (2007), 943 e BEBCHUK, Lucian Aye, KRAAKMAN, Reinier, TRIANTIS, George, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights*, Harvard Law School (2000), 4.

<sup>53</sup> No entanto, na Suécia, o uso de *dual class shares* não é visto com bons olhos. *The Wallemberg Group: a Nordic pyramid*, The Economist, 2016 (12 de Março).

<sup>54</sup> Artigo 384º, nº5 do CSC.

<sup>55</sup> GOERGEN, Marc, *International Corporate Governance*, Pearson (2012), 51.

<sup>56</sup> Artigo 341º, nº1 do CSC. Tal como suprarreferido, a regra, em Portugal, é uma ação-um voto, nos termos do artigo 384º, nº1 do CSC, pelo que estas ações representam um desvio.

<sup>57</sup> Artigo 341º, nº2, nº3 e nº4.

<sup>58</sup> Depois de distribuídos os dividendos prioritários das ações preferenciais sem voto, se ainda existirem resultados a distribuir, serão repartidos igualmente pelas ações ordinárias e pelas ações preferenciais sem voto, no exercício de um direito geral atribuído a todas.

de ser pago nos três anos seguintes<sup>59</sup>. Contudo, em caso de falta de pagamento do dividendo prioritário por dois anos, as ações passam a incluir o direito de voto<sup>60</sup>.

Na Alemanha, também existe a possibilidade de emissão de ações sem voto, que conferem uma garantia de dividendo fixo<sup>61</sup> <sup>62</sup>. Tal é bastante utilizado quando ocorre uma IPO: as ações com voto permanecem na titularidade dos acionistas iniciais e emitem-se ações sem voto para os novos acionistas<sup>63</sup>.

No Reino Unido, apesar de serem admitidas pela London Stock Exchange, a emissão de ações sem direito de voto foi muito desencorajada. As empresas emitentes acabaram por converter as mesmas em ações com direito de voto, por pressão da London Stock Exchange e dos investidores institucionais<sup>64</sup>.

Por outro lado, teremos de considerar as *golden shares*, ações prioritárias que conferem direitos especiais ao Estado ou autoridades públicas, nomeadamente conferindo-lhe influência na tomada de decisões e na definição da estrutura de capital. Por exemplo, podem atribuir o direito de veto em decisões da maior relevância ou submeter à necessária aprovação do Estado outras que tais. Por exemplo, os estatutos da Portugal Telecom previam a necessidade de aprovação do detentor da *golden share*, o Estado, na nomeação de um terço dos membros do Conselho de Administração.

No entanto, a Comissão Europeia considera que as *golden shares* poderão ser discriminatórias e legalmente duvidosas, sendo contrárias à liberdade de circulação de capital<sup>65</sup>, pelo que geralmente a sua posição é de abolição das mesmas pelos Estados-membros. A Irlanda, por exemplo, extinguiu o uso de *golden shares*<sup>66</sup>.

Como verificado, o recurso a duas classes de ações pode assumir contornos variadíssimos. Um exemplo notório do uso de *dual class shares* é o da empresa Google: 43% do capital é

---

<sup>59</sup> Artigo 342º, n.º1 e n.º2 do CSC.

<sup>60</sup> Nessa altura, as ações são contabilizadas para determinação da representação do capital para efeitos de deliberações sociais, nos termos do artigo 342º, n.º3.

<sup>61</sup> Se houver lucros suficientes para garantir os dividendos fixos, os detentores dessas ações recebem primeiro. Depois, distribuem-se dividendos variáveis às ações ordinárias. Se sobrar, distribuem-se dividendos variáveis aos detentores de ações preferenciais. Se a empresa não puder proceder ao pagamento fixo, esse será transportado para o ano seguinte. Depois de um número variável de anos, que não pode exceder três, de não pagamento, as ações preferenciais recebem direitos de voto, até serem pagas. Os detentores também têm acesso preferencial aos ativos da sociedade em situação de liquidação. GOERGEN, Marc, *International Corporate Governance*, Pearson (2012), 50.

<sup>62</sup> O mesmo acontece no Reino Unido, onde as ações preferenciais sem voto são consideradas dívida, pela sua característica de dividendo fixo e senioridade mais elevada. *idem, ibidem*, 50.

<sup>63</sup> GOERGEN, Marc, RENNEBOOG, Luc, *Prediction of ownership and control concentration in German and UK initial public offerings*, UMIST and Department of Finance and CentER, Tilburg University (Outubro 1999).

<sup>64</sup> *idem, ibidem*, 5.

<sup>65</sup> “O Tribunal de Justiça da União Europeia considerou que as *golden shares* representam uma restrição à liberdade de circulação de capital porque podem fazer com que investir nas sociedades onde as mesmas existem seja menos atrativo para os investidores estrangeiros”. RODRIGUES, José Maria, *Golden shares: overview and possible lessons from one share one vote and state owned enterprises theory*, Lisboa (2011, 30 de Maio), 21.

<sup>66</sup> *idem, ibidem*, 10, 11, 13 e 21.



composto por ações classe A, que contêm um voto; 7% são ações classe B, com 10 votos; e 50% são ações classe C, sem direito de voto.

Contudo, o uso de *dual class shares* é bastante criticado<sup>67</sup>, pois permite que um pequeno grupo de acionistas privilegiados mantenha o controle, enquanto outros fornecem a maioria do capital, e pode ter como efeito a criação de *private benefits of control*. Em contrapartida, poderá ocorrer uma situação de *free-riding* por parte dos acionistas minoritários. Por outro lado, este mecanismo conta com o apoio de entidades como empresas tecnológicas, que consideram estes modelos necessários, porque permitem uma liderança segura em que os objetivos de longo prazo são postos em primeiro lugar<sup>68</sup>.

## **CROSS-OWNERSHIP**

A propriedade cruzada é muito comum no Japão e é frequentemente associada aos *keiretsus*. Os *keiretsus* são grupos corporativos que incorporam um banco e várias empresas<sup>69</sup>. Neste tipo de organização, o banco é o principal financiador das sociedades do grupo e detém ações dessas empresas<sup>70</sup>; além disso, cada uma das empresas é detentora de capital das restantes, criando uma situação de *cross-holdings*. As participações são tendencialmente recíprocas, ou seja, uma empresa só possui ações de outra se essa adquirir capital seu, e refletem montantes semelhantes<sup>71</sup>.

A existência de participações cruzadas reduz significativamente o número de ações disponíveis para os investidores. Tal não significa que usualmente os membros do grupo se tornem acionistas majoritários<sup>72</sup>. Por outro lado, esta organização traduz-se em vantagens financeiras para os participantes<sup>73</sup>. Por fim, detendo participações nas empresas financiadas, o banco mitiga o risco de *moral hazard*.

---

<sup>67</sup> Por exemplo, no Reino Unido, a política da London Stock Exchange é desencorajar o uso de *dual class shares*. GOERGEN, Marc, RENNEBOOG, Luc, *Prediction of ownership and control concentration in German and UK initial public offerings*, UMIST and Department of Finance and CentER, Tilburg University (Outubro 1999), 12.

<sup>68</sup> *The Wallemberg Group: a Nordic pyramid*, The Economist, 2016 (12 de Março).

<sup>69</sup> Os *keiretsus* têm origem nos *zaibatsus*, grupos ou conglomerados controlados por famílias através de uma *holding* e incluindo um banco que financiava as restantes empresas. Um exemplo é o grupo Mitsubishi. GOERGEN, Marc, *International Corporate Governance*, Pearson (2012), 37 e RAMSEYER, J. Mark, *Cross-shareholding in the Japanese keiretsu*, in *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge (2004), 355.

<sup>70</sup> Existe um limite legal de 5%.

<sup>71</sup> RAMSEYER, J. Mark, *Cross-shareholding in the Japanese keiretsu*, in *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge (2004), 349 e 350.

<sup>72</sup> *idem, ibidem*, 350.

<sup>73</sup> Os investimentos das empresas pertencentes a *keiretsus* são mais estáveis e menos expostos a oscilações de fluxos de tesouraria. BREALEY, Richard, MYERS, Stewart, ALLEN, Franklin, *Princípios de finanças empresariais*, 8ª edição, Madrid (2007), 937.

Como exemplo de adeptos deste mecanismo, podemos mencionar os grupos Mitsubishi, Sumitomo e Fuji<sup>74</sup> 75.

Nos EUA, por exemplo, tal é legalmente vedado. Na Europa, este mecanismo é pouco utilizado. Inclusivamente, em vários países, existe um limite para as ações detidas em *cross-holding* ou não são contabilizados os respetivos votos, acima de determinada percentagem. Encontramos, porém, alguns casos de participações cruzadas na Suécia, França, Holanda e Alemanha<sup>76</sup>.

Em Portugal, o artigo 485º trata a matéria das participações recíprocas. Quando atingem 10% do capital social, a sociedade que mais tardiamente tenha cumprido o dever de comunicação previsto no artigo 484º não poderá adquirir mais ações da outra<sup>77</sup>.

## **PROXY VOTES**

Outro meio para alavancar o controlo é o uso de *proxy votes*. Tratam-se de verdadeiras procurações com direito de voto, em que os acionistas delegam nos gestores ou noutros acionistas o exercício do direito de voto. Em Portugal, tal encontra-se previsto no artigo 380º do CSC.

Muitas vezes, os bancos são detentores de *proxy votes*, ao exercer ações depositadas pelos seus clientes<sup>78</sup>, que crescem às detidas por si. Nos EUA, os detentores de *proxy votes* são frequentemente os administradores. É o que acontece na Medco Health Solutions Inc<sup>79</sup>.

## **COLIGAÇÕES DE VOTO**

Por fim, há que considerar as coligações de voto, em que vários acionistas se juntam e combinam votar num determinado sentido, de modo a poderem influenciar a gestão.

As coligações de voto não são comuns. Uma explicação apontada por Marc Goergen para tal encontra-se na regulação criada<sup>80</sup>. Em países como Portugal, quando um acionista alcança a

---

<sup>74</sup> *idem, ibidem*, 937.

<sup>75</sup> Outros exemplos em países asiáticos in BEBCHUK, Lucian Aye, KRAAKMAN, Reinier, TRIANTIS, George, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights*, Harvard Law School (2000), 7 e 8.

<sup>76</sup> *Report on the Proportionality Principle in the European Union, Proportionality between ownership and control in EU listed companies: External study commissioned by the European Commission*, 2007, 34.

<sup>77</sup> Artigo 485º, nº2 do CSC. Se o fizer, não poderá exercer os direitos correspondentes às ações que superem o limite de 10%, nos termos do nº3 do mesmo artigo.

<sup>78</sup> GOERGEN, Marc, *International Corporate Governance*, Pearson (2012), 32 e 48.

<sup>79</sup> *idem, ibidem*, 48.

detenção de mais de determinada percentagem de direitos de voto, é obrigado a lançar uma oferta pública de aquisição<sup>81</sup>.

Na Europa, existem coligações de voto em cerca de 8% das empresas, com especial incidência na Bélgica e Itália. Tal verifica-se na L'Oréal<sup>82</sup>; existe também uma coligação de voto entre o Deutsche Bank, o Mediobanca e a Assicurazioni Generali, acionistas da Fiat<sup>83</sup>.

---

<sup>80</sup> *idem, ibidem*, 49.

<sup>81</sup> Em Portugal, de acordo com o artigo 187º do CVM, essa percentagem corresponde a um terço ou metade do capital social.

<sup>82</sup> *Report on the Proportionality Principle in the European Union, Proportionality between ownership and control in EU listed companies: External study commissioned by the European Commission*, 2007, 35.

<sup>83</sup> GOERGEN, Marc, *International Corporate Governance*, Pearson (2012), 49.

## **CONCLUSÃO**

Efetivamente, os modelos de constituição e estruturação acionista existentes ao longo do globo são os mais variados, assim como a intensidade do controlo exercido pelos acionistas. Enquanto que, nos EUA e no Reino Unido, a estrutura acionista é, normalmente, difusa e o controlo exercido pelos acionistas é fraco, no resto do mundo, a tendência é que as empresas tenham um acionista controlador, detentor de uma participação social maioritária ou, pelo menos, de ações que lhe confirmam direito de bloqueio.

Verificámos também que, ainda que a titularidade do capital seja dispersa, o controlo pode ser exercido por um acionista ou por um grupo de acionistas, através do recurso aos mecanismos *supra* enunciados, a saber: estruturas piramidais; *dual class shares*, em todas as suas vertentes; *cross-ownership*; *proxy votes*; e coligações de voto. A utilização destas técnicas varia, verificando-se diferentes padrões, proibições e intensidade de utilização em diversos países.

O recurso a mecanismos de separação da titularidade do capital e do controlo da gestão acarreta vantagens ao nível do financiamento das empresas, da manutenção do controlo pelos acionistas fundadores, da liquidez das ações e do combate aos conflitos de interesse entre acionistas e administradores. Porém, conduz a duas grandes desvantagens: a criação de *private benefits of control* e *free-riding* por parte dos acionistas minoritários. Ainda assim, a tendência verificada de utilização destes mecanismos demonstra o efeito positivo percebido pelos acionistas.

## **BIBLIOGRAFIA**

- ANTUNES, José Engrácia, *Direito das Sociedades*, 4ª edição, Porto (2013);
- BEBCHUK, Lucian Aye; KRAAKMAN, Reinier; TRIANTIS, George, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, Harvard Law School (2000);
- BENNEDSEN, Morten; NIELSEN, Kasper Meisner, *The Principle of Proportionality: Separating the Impact of Dual Class Shares, Pyramids and Cross-ownership on Firm Value Across Legal Regimes in Western Europe*, Copenhaga (Agosto 2005);
- BREALEY, Richard; MYERS, Stewart; ALLEN, Franklin, *Princípios de finanças empresariais*, 8ª edição, Madrid (2007);
- BURKART, Mike; LEE, Samuel, *The one share-one vote debate: a theoretical perspective*, Estocolmo (2007);
- CÂMARA, Paulo, *O Governo das Organizações: a vocação universal do Corporate Governance*, Coimbra (2011);
- CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: as ações privilegiadas*, Coimbra (1993);
- DEMSETZ, Harold, *The organization of economic activity: ownership, control and the firm*, Oxford (1988)
- GOERGEN, Marc, *International Corporate Governance*, Pearson (2012);
- GOERGEN, Marc; RENNEBOOG, Luc, *Prediction of ownership and control concentration in German and UK initial public offerings*, UMIST and Department of Finance and CentER, Tilburg University (Outubro de 1999);
- RAMSEYER, J. Mark, *Cross-shareholding in the Japanese keiretsu*, in *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge (2004);
- RENNEBOOG, Luc, *Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels Stock Exchange*, Department of Finance and CentER, Tilburg University (Julho de 1999);
- Report on the Proportionality Principle in the European Union, Proportionality between ownership and control in EU listed companies: External study commissioned by the European Commission*, 2007;

RODRIGUES, José Maria, *Golden shares: overview and possible lessons from one share one vote and state owned enterprises theory*, Lisboa (2011, 30 de Maio);

ROE, Mark J., *Modern Politics and ownership separation*, in *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge (2004);

*Special Report on Family Companies*, The Economist (2015, 18 de Abril);

*The Wallemberg Group: a Nordic pyramid*, The Economist (2016, 12 de Março).