

Governança Societária e Justiça Intergeracional

EVARISTO MENDES*

Introdução

Em termos gerais, a governança societária ou governança corporativa (*corporate governance*) (sobre a terminologia, cf. GARCIA, 2007, nota 604, OLAVO CUNHA, 2016, nota 820) pode ser identificada com um *conjunto de boas práticas, máximas, regras, princípios e/ou recomendações destinadas a promover uma gestão de empresas responsável e criadora de valor (ou riqueza) num arco temporal de longo prazo, bem como um adequado controlo e transparência das mesmas* (cf. SCHMIDT, 2002, p. 767, CORDEIRO, 2011, p. 901). Numa caracterização mais analítica, tendo em conta a realidade portuguesa na qual o presente artigo se encontra focado, podemos também partir da seguinte noção: (a) conjunto articulado de estruturas, regras de competência e funcionamento, normas de comportamento, princípios e recomendações, assim como incentivos e boas práticas, (b) aplicáveis a uma sociedade comercial de caráter corporativo (SQ, SA e SCA) ou nela observáveis, (c) que lhe são impostas ou a condicionam independentemente da sua vontade, no seu modo de ser, funcionar e agir, interna e externamente (*heterodeterminação*), a que ela se submete voluntariamente (*autorregulação*) ou que respeita sem estar vinculada ou constrangida a isso, (d) tendo como objetivo (i) contribuir para otimizar o seu funcionamento e o exercício da atividade produtiva que constitui o seu objeto, (ii) de forma sustentável e num arco temporal

* Licenciado em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa e Mestre em Direito pela Faculdade de Ciências Humanas, atual Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa. Professor convidado desta Faculdade (Escola de Lisboa), coordenador dos Cursos de pós-graduação em Direito Comercial e coordenador adjunto do mestrado em Direito Empresarial.

Advogado (consultor jurídico), autor e coautor de diversos textos, artigos e comentários jurisprudenciais, sumários de aulas e pareceres, sobretudo na área do Direito Comercial, em que também leciona e tem atuado como árbitro. Antigo bolseiro do DAAD e do Max Planck Institut de Munique (Direito da Propriedade Industrial).

de longo prazo, tendencialmente ilimitado, *(iii)* em benefício de todos os seus sócios, com tratamento equitativo destes, *(e)* levando em consideração *(i)* o papel ou função económico-social geral que a sociedade, com a respetiva empresa, enquanto organização humano-técnico-produtiva de mercado juridicamente interligada que constitui a peça nuclear do tecido socioeconómico, em especial do tecido produtivo nacional, é chamada a desempenhar, bem como *(ii)* a sua condição de célula social básica, espaço de vida e realização pessoal e profissional.

Utilizamos, portanto, um conceito lato de governança societária, compreendendo normas de direito estrito ou cogente (*hard law*), incluindo mínimos éticos e deveres de relato, financeiro e não financeiro, bem como instrumentos de direito brando ou flexível, máxime códigos de boas práticas que vão além da lei (*soft law*). Em sentido restrito, a governança tem a ver com este direito brando, de carácter essencialmente recomendatório e dominado pelo princípio «cumpre ou explica porque não cumpres» (cf. CÂMARA, 2002, pp. 65 *et seq.*, FRADA, 2014, pp. 339 *et seq.*, MAIA, 2012, pp. 43 *et seq.*, OLAVO CUNHA, 2016, pp. 547 *et seq.*, ABREU, 2010, pp. 6 *et seq.*).

Realça-se, ainda, que, embora a governança societária seja um tema transversal, que inclusive não tem de se circunscrever às SQ e SA, na prática, ela está pensada para estas últimas ou até, mais restritamente, para as sociedades anónimas abertas (sobre o conceito, artigo 13.º do CVM), nas quais os problemas societários são, em boa medida, também problemas do mercado de capitais e de quem nele investe. Não é por acaso que os primeiros instrumentos de governação societária em Portugal tenham vindo da CMVM, a entidade reguladora na matéria, e hajam tido como objetivo fundamental a proteção do mercado e dos investidores, designadamente investidores em ações, completando o regime legal e regulamentar.

Salienta-se também que, em temas sensíveis como os do ambiente, do respeito dos direitos humanos, etc., por um lado, o impacto das grandes organizações produtivas, em boa medida sociedades multinacionais abertas, assume um significado especial, por outro lado, elas estão não apenas na origem de muitos dos problemas existentes, mas, igualmente, em condições de contribuir para a sua resolução ou minoração. Daí que, para além das regras e princípios, proibitivos, impositivos e recomendatórios de fazer e de não fazer, de cumprir ou explicar porque não se cumpre, se lhes aplique também a regra «diz pelo menos o que andas a fazer» (obrigação de transparência mediante relato não financeiro).

Em face desta caracterização sumária, cabe perguntar: tem a governança societária alguma coisa a ver com a justiça intergeracional? Esta justiça é uma das preocupações dos teóricos da mesma, do legislador societário e/ou dos promotores e redatores dos existentes códigos de boas práticas ou bom governo das sociedades? Pode a governança contribuir para um tratamento equitativo das gerações futuras (e/ou das gerações mais novas, alargando o campo de análise)?

A resposta apresenta-se matizada. Na verdade, por um lado, é possível identificar pontos de contacto entre os temas: seja em virtude da típica dimensão transgeracional – embora estatisticamente limitada (cf. FERREIRA *et al.*, s/d) – da empresa societária (mono ou plurissocietária), para os sócios/acionistas, para a respetiva comunidade de implantação e, enquanto peça do tecido produtivo do país, para a própria comunidade nacional; seja através do legado, positivo e negativo, da sua ação, máxime em termos ambientais, mas também sociais (considerando aspetos como as oportunidades de emprego que oferece, a formação de trabalhadores, o espaço de conhecimento e de realização que representa, etc.).

Por outro lado, os estudos e instrumentos de *governança societária* não estão, em geral, pensados para promover a justiça intergeracional, designadamente protegendo as gerações futuras contra o possível impacto adverso das ações presentes na saúde, no ambiente e na qualidade de vida dessas gerações. Isso acontece, inclusive, nos modelos de governança socialmente responsável, de criação de valor partilhado e de tutela de investimentos específicos. Em todo o caso, dela podem resultar benefícios ou efeitos positivos para essas gerações, como se vai ver.

Começa-se por um *enunciado geral* de tais efeitos possíveis (n.º 1). Segue-se um título dedicado à *governança nas sociedades abertas* (n.º 2), procurando identificar na lei – e sobretudo em existentes instrumentos recomendatórios – princípios, disposições e outros mecanismos suscetíveis de melhorar o governo das organizações produtivas, com potenciais benefícios não apenas para as gerações presentes mas também para as que hão de vir. Dado o carácter geral da obra em que o presente estudo se insere, optou-se por um relato em extensão de tais instrumentos, que seria naturalmente desnecessário se o público alvo fosse mais especializado. Dá-se aí relevo especial ao Livro Branco da governança societária (2.1), seguindo-se o Código da CMVM (2.2), o existente Projeto do Código do IPCG (2.3), o correspondente Código brasileiro (2.4), o Livro Verde e o Plano de ação da Comissão Europeia (2.5) e os Princípios do G20 e da OCDE (2.6). Termina-se com uma síntese conclusiva (2.7). O sub-

sequente n.º 3 respeita à *governança das sociedades fechadas*. O último título (n.º 4) é dedicado aos objetivos da sociedade e da respetiva gestão, enquadrando a governança societária no modelo socioeconómico que se extrai da Constituição. No centro de análise estará o artigo 64.º, n.º 1, do CSC, em face do artigo 61.º, n.º 1, da CRP e do «quadro» constitucional para que este remete, onde pontuam preocupações sociais e ambientais suscetíveis de influenciar a interpretação da lei societária.

O plano inicial compreendia um título adicional em que, por um lado, se confrontava o modelo dominante da gestão das sociedades orientada para a criação de valor para os sócios (*shareholder value*) com modelos plurais «alternativos» – como os das partes interessadas (*stakeholders*), da criação de valor partilhado (*creating shared value*), da responsabilidade social das empresas (*corporate social responsibility*) e da equipa de produção ou do investimento específico (*team production theory*) – revendo alguma literatura, sobretudo económica, e procurando verificar se estes últimos constituem verdadeira alternativa ao primeiro; por outro lado, se analisavam alguns textos e propostas de melhoria do sistema existente, designadamente no plano dos «deveres fiduciários» dos administradores, de modo a conseguir uma maior sustentabilidade das organizações produtivas, com preservação e valorização social e ambiental, levando em devida conta as gerações futuras. Por limitações de espaço, esta parte teve, no entanto, de ficar de fora. Faz-se, em todo o caso, uma alusão sumária ao assunto. Para alguns dados adicionais, veja-se *evaristomendes.eu*, I.10.

Como se observará, a ideia força da governança societária com mais relevância para a justiça intergeracional é a de *sustentabilidade no longo prazo* (cf., e.g., a respeito do ambiente, NEVES, 2008, p. 432 *et seq.*). Atendendo a este seu objetivo geral, pode ver-se nela a afirmação do tempo e das vistas longas da economia – do tecido económico-productivo e das organizações de mercado que o compõem (*breviter*, «empresas»), que geram riqueza e constituem formas de riqueza real, transformando recursos em capital produtivo operacional – contra o tempo e as vistas curtas da finança (ou de certa finança).

No campo do Direito e das políticas públicas, existe também o *tempo longo* do Estado de Direito, com o elemento nuclear dos direitos fundamentais (incluindo ambientais), garantidos pela Constituição, e o *tempo curto* do princípio democrático (e.g., GARCIA, 2007, SILVA, 2010), que, sendo igualmente um princípio estruturante do sistema constitucional, se encontra limitado por estes direitos. Quando se olha a governança

societária sob a ótica de tais direitos – mormente dos direitos ambientais, do direito à saúde e da liberdade de empresa, com a função socioeconômica que é chamada a desempenhar –, a ideia de sustentabilidade no longo prazo surge naturalmente evidenciada; mas ela ganha, ainda, uma dimensão transgeracional.

Note-se, no entanto, que a sustentabilidade no longo prazo que verdadeiramente interessa, em termos coletivos, é não tanto a das organizações produtivas atomisticamente consideradas, mas a do tecido produtivo por elas constituído. Nessa perspectiva de longo prazo, o sistema deve eliminar as empresas ineficientes. Significa isto que a sustentabilidade de longo prazo – e mesmo transgeracional – das organizações produtivas não é, sem mais, benéfica para as gerações futuras. A ótica de governo das sociedades deve ser essa, criando-se condições para que tal aconteça, mas ela tem os seus limites.

Olhando para a realidade nacional, por um lado, na aplicação do regime insolvencial, verifica-se uma natural tentação para atender a necessidades sociais e interesses de curto prazo. Por outro lado, há organizações que, pela sua relevância sistêmica, são demasiado importantes para deixar cair. Por estas e outras razões, a administração das sociedades tem sido desequilibrada: há um recurso intensivo ao capital alheio, com e sem garantias pessoais, de que resulta um endividamento estrutural excessivo e uma gestão porventura não tão criteriosa como aquela que existe quando se gerem interesses próprios. Este sobre-endividamento – que onera as organizações (tendencialmente duradouras), mas também o próprio Estado «auxiliador» e os contribuintes, presentes e futuros – representa um importante fardo transgeracional. O tema está, em alguma medida, presente nos existentes instrumentos de governança societária; fica, no entanto, a sensação de que é preciso fazer muito mais.

Além disso, numa outra ordem de ideias, é conhecido o malefício econômico e social das insolvências fraudulentas, envolvendo designadamente a criação e destruição repetidas e sucessivas de sociedades mercantis pelas mesmas pessoas, sem consequências de maior para os respetivos responsáveis, não por falta de lei, mas por falta de resposta adequada da administração da justiça. A governança societária poderia ter aqui um papel, sobretudo preventivo, mas o assunto encontra-se ausente dos modelos correntes, pelo que não nos ocupamos dele.

1. Possíveis efeitos positivos da governança societária na realização da justiça intergeracional. Enunciado geral

1.1. Governança societária e sustentabilidade transgeracional. Modelos de governança

Em primeiro lugar, cumpre referir a existência de potenciais efeitos positivos, quando se impõe, recomenda e/ou incentiva a gestão das sociedades – ou dos centros de atividade produtiva constituídos por elas e as respetivas empresas – de forma *sustentável, num arco temporal de longo prazo*, tendencialmente ilimitado, bem como a adoção de estruturas que a favoreçam; promovendo designadamente políticas de investimento cujo retorno expectável apenas poderá ocorrer nesse horizonte temporal, como investimentos vultosos em infraestruturas, em certos projetos de investigação e desenvolvimento, em capital humano e na criação de uma teia de relações sociais e de mercado virtuosa, estável e com forte componente fiduciária (promotora de eficiência, designadamente através de um maior comprometimento dos diversos interessados na sua ação potenciador de investimentos específicos, da redução de custos de transação e litigância, etc.). São de vária ordem os benefícios transgeracionais aqui identificáveis. Salienta-se o que se segue.

Por um lado, beneficiam disso as futuras gerações de sócios/acionistas, que recebem uma organização produtiva sólida e duradoura de que podem usufruir (*legado da organização produtiva*). A circunstância de se tratar de uma organização de membros variáveis, transsubjetiva, torna isso possível. Por outro lado, beneficiam também as gerações futuras que procuram emprego e cargos de gestão (e encontram esse emprego e um ambiente propício à valorização das suas capacidades), a que pode acrescer uma melhor formação possibilitada por um ambiente familiar mais evoluído, em virtude da aposta na valorização do capital humano (*legado económico-social*). Beneficiam, igualmente, os fornecedores, clientes e outras partes interessadas, que se vão mantendo e sucedendo, incluindo a comunidade de implantação da organização, enquanto comunidade de pessoas, presentes e futuras; e beneficia, ainda, a economia nacional, das gerações presentes e futuras, na medida em que a organização poderá ser uma peça importante do tecido produtivo do país (*legado económico*, mas com uma dimensão suscetível de ir além desta vertente económica). Havendo uma atividade de investigação e desenvolvimento, promove-se

a formação de um património tecnológico e de conhecimento de que, igualmente, beneficiam as gerações futuras (*legado tecnológico*).

Um aspeto sensível nesta sustentabilidade transgeracional das organizações produtivas, importante para a sua solidez e solvência, é a *gestão do risco*. Esta é, portanto, uma preocupação recorrentemente espelhada em princípios e recomendações nos códigos de governança societária. A profissionalização, a separação, no âmbito da administração da sociedade, da *gestão operacional* ou executiva, a instituição de mecanismos fiáveis e eficazes de *fiscalização* (cf. também J. GOMES, 2015, CÂMARA *et al.*, 2015), de relato, financeiro e não financeiro, e prestação de contas, com devida publicidade legal, promotora de transparência, são, igualmente, temas salientes.

Para otimizar a criação de riqueza económica e social, desta forma duradoura e sustentável, existem vários modelos de governança que «competem» entre si. O modelo que se afigura dominante em Portugal é o da criação de valor para os sócios/acionistas – segundo o padrão do acionista iluminado, interessado em maximizar a sua riqueza no longo prazo –, com tratamento equitativo de todos eles [cf., *e.g.*, CÂMARA, 2008, pp. 36 *et seq.*, SERRA, 2011, pp. 211 *et seq.*, 244 *et seq.* (reconhecendo a primazia dos interesses de longo prazo dos sócios, mas admitindo, além de deveres procedimentais para com os *stakeholders*, situações excecionais de «responsabilidade social sacrificadora do lucro»), e, ainda, o § 172 do CA 2006 do RU, CLR STEERING GROUP, 1999, pp. 37, 39 *et seq.*, JENSEN, 2002, WILLIAMS, 2012, RAHIM, 2014].

Na base do modelo, está a conceção da sociedade anónima (cotada) – para a qual foi concebido – como uma organização pertencente aos acionistas e destinada à criação de valor para eles (*shareholder value*), sendo esta portanto também a missão dos respetivos gestores (ligados àqueles, através da corporação, por uma relação fiduciária dita de «agência») (cf., *e.g.*, FRIEDMAN, 1962 e 1970). Na sua versão mais pura, o critério geral de aferição do desempenho é o das cotações das ações em mercado; e, nessa medida, pode falar-se num modelo de governança financeiro ou *financialista* (CHAMPAUD, 2011).

Nesta forma, ele foi, no entanto, justamente criticado por favorecer uma gestão orientada para o curto prazo. Daí as propostas de modificação ou ajustamento, no sentido da prossecução do objetivo em causa numa ótica de longo prazo e a correspondente ideia do acionista iluminado ou esclarecido. Estamos, portanto, perante um modelo de governança apelidável de *modelo «financeiro» ajustado*, embora, sobretudo quando

aplicado também a sociedades não cotadas como sucede em Portugal, se possa com mais propriedade falar num modelo do *sócio* iluminado ou do «*stakeholder*» iluminado (JENSEN, 2002) ou num modelo «instrumental» das partes interessadas (instrumental em relação ao objetivo da criação de valor para os sócios). Muitas vezes tem associado um certo comprometimento ou responsabilidade social e ambiental, mas como aspeto acessório e instrumental da produtividade e da sustentabilidade económica, envolvendo aspetos reputacionais e estratégias competitivas condizentes com estes. Note-se que a imagem social e a reputação pública das organizações produtivas são consideradas «ativos» fundamentais das mesmas, mormente em termos concorrenciais. Daí a relevância que lhes é dada nalguns instrumentos de governança societária que têm na base este modelo de governança.

Todavia, por num lado, há quem aceite a ideia básica de uma governança ao serviço da maximização ou criação de valor para os acionistas, no longo prazo, mas, ao mesmo tempo, negue aos membros deste grupo a qualidade de titulares da corporação e a existência de uma relação de agência entre eles e quem administra a sociedade, seja em virtude da personalidade jurídica societária seja porque nas sociedades anónimas o órgão de administração é dotado de poderes próprios e juridicamente independente da coletividade social, afirmando o primado organizativo-funcional do conselho de administração, instância hierárquica dotada do superior poder de decisão na organização (um poder de mandar fazer) (cf., em especial, BAINBRIDGE, 2003, 2008 e 2015, e PADFIELD, 2015, nota 6); por outro lado, têm sido defendidos modelos «alternativos» (ou complementares), também eles em geral pensados para as sociedades anónimas cotadas. Salientam-se os que se seguem.

Em primeiro lugar, o da governança multilateral ou das partes interessadas, que afetam e/ou são suscetíveis de ser afetadas pelo comportamento da organização (*stakeholder model/theory*: FREEMANN, 1984, FREEMAN *et al.*, 2010), focado na gestão estratégica das relações organizacionais de que depende o sucesso empresarial no longo prazo e apresentando cambiantes – incluindo a mais elementar, em que surge como simples instrumento para atingir fins como o lucro ou a própria maximização do lucro no longo prazo – próxima do modelo financeiro ajustado ou reconduzível ao mesmo – mas numa delas, mais «progressista», com uma associada componente ética (ética empresarial) que envolve designadamente o tratamento das pessoas como fins e não como simples meios (recursos económicos) (cf., *e.g.*, PHILLIPS, 2003, PHILLIPS *et al.*, 2003,

FREEMAN *et al.*, 2004, NEVES, 2008, pp. 319 *et seq.*, 341 *et seq.*, 411 *et seq.*, ROUSSEAU, 2012, p. 116).

O segundo «modelo» comumente referido na literatura da especialidade é o da responsabilidade social das empresas (RSE/CSR) (cf., *e.g.*, ROUSSEAU, 2012, SACCONI *et al.*, 2011, SACCONI, 2004 e 2012, CARROL/SHABANA, 2010, KERR *et al.*, 2009, JOHNSON, 2013, PADFIELD, 2015, NEVES, 2008, pp. 411 *et seq.*, COMISSÃO EUROPEIA, 2001 e 2011a, GOMEZ SEGADE, 2011, SERRA, 2009 e 2011, SERENS, 2014, ABREU, 2015, pp. 280 *et seq.*, OLAVO CUNHA, 2016, pp. 554 *et seq.*). Trata-se de um modelo igualmente assente na pluralidade de partes interessadas a levar em conta, numa mais ou menos pronunciada ética de responsabilidade e na ideia de que, sendo as organizações produtivas, com as respetivas envolventes, uma realidade complexa e evolutiva, a regulação legal, estatutária ou contratual da sua atividade e das suas relações, é naturalmente imperfeita ou incompleta, pelo que se torna imperioso ir além das imposições de direito estrito (*hard law*).

Apresenta também diversas variantes, que vão desde as simples conceções «filantrópicas» e instrumentais da criação de valor acionário, jogando sobretudo com o valor da reputação social das empresas, até formas mais evoluídas que procuram incorporar a componente social e ambiental no modelo de negócio, combinando responsabilidade com oportunidade, em que as organizações produtivas são concebidas à imagem e semelhança de um bom cidadão (são instituições *sociais*, fazem parte da sociedade, do sistema social e político), sendo a responsabilidade social um fim e não um simples meio para atingir objetivos comerciais, etc. No fundo, à semelhança do que sucede com o modelo das partes interessadas, também aqui encontramos uma dicotomia geral, entre conceções instrumentais e as conceções finalistas da RSE/CSR, ou seja: (i) entre as conceções da RSE/CSR que a encaram como um *meio* ou instrumento competitivo de empresas com uma gestão orientada para o lucro ou valor acionista, conferindo a estas uma aura socialmente legitimadora, e (ii) as conceções de pendor institucional (que veem a empresa como uma instituição social, com um poder de decisão ao serviço da organização no seu todo, envolvendo acionistas e outras partes interessadas, e cumprindo uma função social na comunidade em que se insere) e éticas ou axiológicas, que consideram a RSE/CSR um *fim* da empresa, assumindo esta como parte do seu modelo de desenvolvimento económico e social; desenvolvimento este insuscetível de se obter através da pura concorrência num mercado orientado para o lucro. Mas há diversas correntes intermédias,

incluindo, por exemplo, a que aposta na autorregulamentação da atividade empresarial socialmente responsável como etapa preliminar, enquanto não se consegue uma regulação supranacional dos mercados (cf., e.g., a ISO 26 000).

Em terceiro lugar, embora menos divulgado, encontramos o modelo da produção em equipa com mediação hierárquica independente do CA ou modelo de governança orientada para a promoção e tutela do investimento específico (*team production theory*: BLAIR & STOUT, 1999). Está em causa a produção de riqueza ou valor económico «em equipa», numa perspetiva de longo prazo, não apenas para os acionistas mas também para outros grupos de interessados, como os trabalhadores, que fazem na empresa investimentos específicos (contribuem com recursos essenciais e únicos, incluindo conhecimento, para a formação do valor, e assumem riscos) que importa estimular e portanto proteger e remunerar adequadamente. A empresa corporativa é vista como uma teia de investimentos específicos, em contraposição à teia de «contratos» que, em certas conceções do *shareholder value*, o grupo dominante (acionistas) estabelece com os demais interessados, e o conselho de administração é concebido como uma instância de mediação de interesses e conflitos independente, agindo no interesse da corporação no seu todo e não no interesse dos acionistas apenas, desempenhando uma função estratégica coadjuvante e não apenas de «monitorização» da gestão executiva.

Do ponto de vista jurídico, realça-se que nas sociedades anónimas (mormente cotadas) o órgão de administração é independente dos acionistas, em contraste com a ideia de «agência» que caracteriza os modelos do *shareholder value*, e que as mesmas têm personalidade jurídica, sendo perante elas que os administradores detêm deveres fiduciários (limitados pela *business judgment rule*).

Finalmente, temos o modelo da criação de valor partilhado, económico e social (*corporate shared value/CSV*: PORTER & KRAMER, 2011), por vezes associado ao modelo da RSE/CSR, como componente do mesmo (cf., e.g., Comissão Europeia, 2011b). Segundo ele, o fim da «corporação» (sociedade anónima) não consiste na simples prossecução do lucro, devendo a sua atuação orientar-se para a criação de um valor partilhado, ou seja, para a criação de valor económico de um modo tal, que também envolva a criação de valor para a sociedade em geral, satisfazendo as suas necessidades e respondendo aos seus desafios; juntando sucesso da empresa societária (melhorando a sua competitividade) e progresso social (melhorando as condições económicas e sociais das comunidade

em que a empresa opera), que permite legitimar o ganho comercial. Não se trata de afetar recursos da empresa a causas sociais ou filantrópicas ou mesmo à sustentabilidade ambiental, à margem da atividade da empresarial (perspetiva redistributiva), mas de uma nova maneira de atingir o sucesso económico, de uma nova estratégia empresarial ou novo modelo de negócio que incorpora esta componente de desenvolvimento social com vista a potenciar esse sucesso económico no longo prazo (expandindo o todo constituído por valor económico e social). O impacto social e ambiental da sua ação é incorporado nessa estratégia com vista a melhorar a criação de valor económico; designadamente, minorando externalidades negativas e, ao mesmo tempo, ganhando com isso.

Embora o centro de atenção destes modelos multilaterais não seja explicitamente a justiça para com as gerações futuras, eles podem, em tese geral, ser mais favoráveis a uma sustentabilidade das organizações produtivas com maior justiça transgeracional, incorporando estratégias de «desenvolvimento com futuro» e, nas formas mais evoluídas, preocupações de justiça e ética de responsabilidade num tempo e espaço alargados (sobre tais estratégias e formas, cf. GARCIA, 2007). Todavia, uma das grandes questões a eles associada, largamente controvertida, consiste em saber se se trata de modelos capazes de competir com o modelo dominante e dentro de que limites.

Paralelamente, existem propostas destinadas a introduzir nos modelos de governança societária, designadamente, a responsabilidade ambiental, através de mecanismos vinculativos como o dos deveres «fiduciários» dos administradores, o que levaria, no caso do modelo dominante, a um ulterior ajustamento do mesmo neste sentido (assim, HENDERSON, 2011 e 2013). Contudo, para já, não passam de propostas isoladas.

Justifica-se, ainda, uma referência à doutrina social da Igreja e à «doutrina da empresa», correntemente conotada sobretudo com a chamada Escola de Rennes e ligada ao *Fonds pour la Recherche sur la Doctrine de l'Entreprise* (FORDE). No que respeita à primeira, realça-se a Encíclica *Centesimus Annus* (JOÃO PAULO II, 1991), com uma visão antropocêntrica, comunitária e de longo prazo do mundo empresarial. [Cf. também SONNIER, 2012, e NEVES, 2008, pp. 344 *et seq.*, realçando a dupla condição do trabalhador, como recurso produtivo e como pessoa, com dignidade superior, e a importância do trabalho para a vida das pessoas, citando, ainda, a encíclica *Laborem Exercens*, igualmente de João Paulo II, especialmente dedicada à questão laboral, na qual se defende, *inter alia*, que o respeito pelo trabalho requer uma revisão do

direito de propriedade dos meios de produção (capital).] Os partidários da chamada «doutrina da empresa», em que se realçam juristas como CHAMPAUD, CONTIN e DANET, pretendem afirmar uma concepção pragmática, pluralista e humanista da empresa, próxima da teoria socioeconómica das partes interessadas, bem como da RSE/CSR e da doutrina social da Igreja (embora sem o comprometimento teleológico destas), apresentando-a como uma *terceira via*, entre o «financiarismo» e o coletivismo marxista. No apêndice consultável em *evaristomendes.eu*, dão-se indicações adicionais acerca da Encíclica e faz-se um breve apanhado das ideias diretoras desta doutrina.

1.2. Governança societária e a questão ambiental

Via de regra, o problema da justiça intergeracional surge associado a *questões ambientais* em sentido lato, incluindo a qualidade de vida e o esgotamento, utilização irracional e delapidação de recursos naturais finitos, a que podem acrescentar-se questões humanitárias e sociais (exploração de mão de obra infantil e juvenil, prejudicando designadamente a formação das vítimas e a evolução das comunidades a que pertencem, enquanto comunidades de membros presentes e futuros).

Para os partidários do modelo de governança que tem dominado internacionalmente nas últimas décadas (*shareholder value*), estamos perante um problema regulatório, não de governança *societária*. O sistema de bom governo das sociedades pressupõe que a lei é cumprida, mas não lhe acrescenta nada; não recomenda uma atuação responsável *praeter legem*.

Pelo contrário, nas palavras de Jensen (2002, p. 246), partidário do modelo da maximização «iluminada», num horizonte de longo prazo, do valor acionista, «Resolving externality and monopoly problems is the legitimate domain of the government in its rule-setting function. Those who care about resolving monopoly and externality issues will not succeed if they look to firms to resolve these issues voluntarily. Firms that try to do so either will be eliminated by competitors who choose not to be so civic minded, or will survive only by consuming their economic rents in this manner».

Todavia, cabe assinalar que um dos grandes problemas da regulação social e ambiental, a crescer à sua possível insuficiência, reside na falta de cumprimento ou «mau cumprimento» das regras imperativas, na matéria. Isto coloca problemas de vários tipos: frustra os objetivos da lei e causa correspondentes danos, designadamente ambientais, por-

ventura duradouros e irreversíveis ou só reparáveis com grandes custos (incluindo custos a suportar pelas gerações futuras); distorce e falseia a concorrência, eliminando os efeitos benéficos que dela se esperam e, inclusive, torna-a injusta e nociva, em vez de socialmente útil; a pressão de sobrevivência competitiva pode agravar as situações de incumprimento, generalizando-as (efeito de imitação e dominó), colocando em crise o próprio Estado de Direito.

Daí que, para além dos mecanismos de relato não financeiro acerca de questões sociais, ambientais, de direitos humanos e corrupção – tornados obrigatórios na UE para as grandes entidades empresariais pela Diretiva n.º 2014/95/UE e recondutíveis à boa governança societária –, se considere um princípio de boa governança promover esse cumprimento da lei, designadamente criando adicionais mecanismos de vigilância, denúncia, departamentos de *compliance*, etc. Diversos códigos de governança contemplam este aspeto.

A aludida imagem e reputação das sociedades mercantis (tendo em conta uma atual «sensibilidade ambiental» que vai para lá das exigências legais, cf. NEVES, 2008, p. 432 *et seq.*), bem como as consequências financeiras desastrosas que para elas podem advir do incumprimento das normas, também desempenham aqui um papel importante. E, ainda dentro do modelo dominante da criação de valor para os sócios/acionistas, não se exclui uma atitude mais pró-ativa da sociedade, desde que «avalizada» por estes (ALVES, 2007, pp. 180 *et seq.*).

Como se compreende, a perspetiva dos defensores dos alternativos modelos de governança pluralistas, fundados numa ética de responsabilidade, é diferente. As preocupações sociais e ambientais constituem uma componente fundamental da estratégia empresarial e da governança, não acessória. O próprio modelo da criação de valor partilhado, apesar de ser um modelo económico, procura incluir as questões sociais e ambientais na estratégia e no modelo de negócio.

Realça-se, no entanto, que, neste como noutros domínios, a busca de soluções de racional e prudente equilíbrio, e compromisso, é fundamental (cf. também GARCIA, 2007, NEVES, 2008, pp. 435 *et seq.*, e, mais geralmente, CHAMPAUD, 2012, pp. 184, 198 *et seq.*).

1.3. Governança das sociedades familiares

A assinalada dimensão transgeracional das sociedades mercantis (com as respetivas empresas) – enquanto património que é deixado em legado

às gerações futuras de sócios/acionistas e enquanto instituições integrantes de um tecido produtivo duradouro – defronta-se com problemas especiais, designadamente nas *sociedades familiares*, pequenas e grandes. Aquele a que tem sido dada maior atenção é o problema da *sucessão*.

Na verdade, segundo dados colhidos em Ferreira *et al.* (2011), as empresas familiares (grandes e pequenas), em Portugal, representam 80% do total, geram 60% do PIB e são responsáveis por 50% do emprego. Todavia, 50% não passam da primeira geração e apenas 20% atingem a terceira (pp. 11 e 114). Entre as causas desta fraqueza do tecido produtivo nacional – e de perda de riqueza produtiva, que, se se conservasse, beneficiaria as gerações vindouras – encontram-se razões de ordem *financeira* (necessidade de pagamento de compensações a outros herdeiros, falta de meios e de apoio para consolidar posições na empresa e inerente dispersão do capital, tornando o governo das sociedades muito complexo – pp. 69 *et seq.*) e de competência *profissional* [os principais envolvidos – sucedido, sucessor e colaboradores – não possuem conhecimentos e formação (meios de aprendizagem) que lhes permitam lidar bem com a situação – pp. 114 *et seq.*].

Segundo os mesmos autores, a governança societária, tal como se encontra prevista no Código Buisse (BUYSSE *et al.*, 2009), pode ajudar a promover o desempenho e a sustentabilidade destas organizações produtivas familiares, designadamente promovendo a separação efetiva entre o plano familiar («propriedade») e o plano empresarial, melhorando a gestão de riscos, etc. (*ibidem*, pp. 61 *et seq.*). Porém, o problema da sucessão requer instrumentos mais vastos, de governança familiar, planeamento sucessório, apoio financeiro e fiscal, etc. (*ibidem*, pp. 59 *et seq.*, 69 *et seq.*, 102 e 124; cf. também R. XAVIER, 2016, e, sobre as SQ em geral, MARTINS, 2016).

1.4. Políticas remuneratórias, compensatórias e de dividendos

Termina-se este enunciado geral de possíveis efeitos positivos da governação societária na realização da justiça intergeracional com uma breve alusão a alguns temas mais específicos. O primeiro respeita à *remuneração* de gerentes e administradores.

Dispõe o artigo 255.º do CSC, a respeito da remuneração dos gerentes das SQ: «1 – Salvo disposição do contrato de sociedade em contrário, o gerente tem direito a uma remuneração, a fixar pelos sócios. 2 – As remunerações dos sócios gerentes podem ser reduzidas pelo tribunal,

a requerimento de qualquer sócio, em processo de inquérito judicial, quando forem gravemente desproporcionadas quer ao trabalho prestado quer à situação da sociedade. 3 – Salvo cláusula expressa do contrato de sociedade, a remuneração dos gerentes não pode consistir, total ou parcialmente, em participação nos lucros da sociedade.»

No correspondente artigo 399.º, relativo aos administradores das SA, estabelece-se: «1 – Compete à assembleia geral de acionistas ou a uma comissão por aquela nomeada fixar as remunerações de cada um dos administradores, tendo em conta as funções desempenhadas e a situação económica da sociedade. 2 – A remuneração pode ser certa ou consistir parcialmente numa percentagem dos lucros de exercício, mas a percentagem máxima destinada aos administradores deve ser autorizada por cláusula do contrato de sociedade. 3 – A percentagem referida no número anterior não incide sobre distribuições de reservas nem sobre qualquer parte do lucro do exercício que não pudesse, por lei, ser distribuída aos acionistas.» Como observa Coutinho de Abreu (2010, pp. 33 *et seq.*), apesar do teor deste artigo 399.º, n.ºs 2 e 3, são lícitas outras formas de remuneração variável (incluindo *stock options*) (cf., ainda, GOMES, 2011 e 2011a, pp. 421 *et seq.*, FERREIRA, 2016, OLAVO CUNHA, 2016, pp. 285 *et seq.*, 815 *et seq.*).

Se a remuneração for excessiva, coloca-se o problema de saber se é de admitir a aplicação analógica do n.º 2 do artigo 255.º Coutinho de Abreu (2013) defende que sim. Note-se, no entanto, que só existe analogia das situações nas sociedades anónimas sem ações cotadas em bolsa.

A Lei n.º 28/2009, aprovada na sequência da crise financeira e económica de 2007-2008, por sua vez, determina no artigo 2.º que o órgão de administração das entidades de interesse público – entre as quais se contam as sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado – ou a comissão de remunerações, se existir, deverão submeter, anualmente, à *aprovação* da assembleia geral uma declaração sobre política de remuneração dos membros dos respetivos órgãos de administração e de fiscalização (n.º 1). Tal declaração deverá conter, designadamente, informação relativa: *a*) Aos mecanismos que permitam o *alinhamento dos interesses* dos membros do órgão de administração com os interesses da sociedade; *b*) Aos critérios de definição da *componente variável* da remuneração; *c*) À existência de planos de atribuição de ações ou de *opções* de aquisição de ações por parte de membros dos órgãos de administração e de fiscalização; *d*) À possibilidade de o pagamento da componente variável da remuneração, se existir, ter lugar, no todo ou em

parte, após o apuramento das contas de exercício correspondentes a todo o mandato; e) Aos mecanismos de limitação da remuneração variável, no caso de os resultados evidenciarem uma deterioração relevante do desempenho da empresa no último exercício apurado ou quando esta seja expectável no exercício em curso. Para as instituições de crédito e as sociedades financeiras, vale o regime constante do RGIC (n.º 4).

A mesma Lei, no artigo 3.º, impõe que tais entidades *divulguem*, nos documentos anuais de prestação de contas (quanto àquelas emitentes de ações cotadas, cf. também o artigo 245.º-A do CVM), «a política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização, aprovada nos termos do artigo anterior, bem como o montante anual da remuneração auferida pelos membros dos referidos órgãos, de forma agregada e individual». Já anteriormente, no Livro Branco sobre a governança societária em Portugal, de 2006 [SANTOS SILVA *et al.* (IPCG 2006)], se recomendara esta divulgação da informação relativa à remuneração atribuída a cada um dos membros do CA, distinguindo, no caso dos membros da comissão executiva, a componente variável da componente fixa (recomendação 46).

No *Código de Governo das Sociedades* da CMVM (Recomendações 2013), no que toca à aprovação ou *fixação de remunerações* e eventual atribuição de benefícios de *reforma* (II.3), realça-se: «Todos os membros da Comissão de Remunerações ou equivalente devem ser *independentes* relativamente aos membros executivos do órgão de administração e incluir pelo menos um membro com *conhecimentos e experiência* em matérias de política de remuneração» (II.3.1); «Deve ser submetida à *Assembleia Geral* a proposta relativa à aprovação de planos de atribuição de ações, e/ou de opções de aquisição de ações ou com base nas variações do preço das ações, a membros dos órgãos sociais. A proposta deve conter todos os elementos necessários para uma avaliação correta do plano» (II.3.4).

No que respeita ao modo ou *critérios de fixação da remuneração* (III), para além de um princípio de não remuneração dos membros não executivos e dos membros do órgão de fiscalização com uma componente variável, em função do desempenho da sociedade ou do seu valor (III.2), cabe realçar: «A *remuneração dos membros executivos* do órgão de administração deve basear-se no desempenho efetivo e desincentivar a assunção excessiva de *riscos*» (III.1); «A componente variável da remuneração deve ser globalmente razoável em relação à componente fixa da remuneração, e devem ser fixados limites máximos para todas as componentes» (III.3); «Uma parte significativa da remuneração variável

deve ser *diferida* por um período não inferior a três anos, e o direito ao seu recebimento deve ficar dependente da continuação do desempenho positivo da sociedade ao longo desse período» (III.4); «Até ao termo do seu mandato devem os administradores executivos *manter as ações* da sociedade a que tenham acedido por força de esquemas de remuneração variável, até ao limite de duas vezes o valor da remuneração total anual, com exceção daquelas que necessitem ser alienadas com vista ao pagamento de impostos resultantes do benefício dessas mesmas ações» (III.6); «Quando a remuneração variável compreender a atribuição de *opções*, o início do período de exercício deve ser diferido por um prazo não inferior a três anos» (III.7).

Na mesma linha, vai o Projeto de *Código de Governo das Sociedades* (2016) do Instituto Português da Corporate Governance (IPCG). No capítulo V, relaciona-se um outro tópico, também ele próximo das ideias de sustentabilidade e visão de longo prazo – o da profissionalização da gestão –, afirmando-se, a respeito das remunerações dos órgãos de administração e fiscalização, o seguinte princípio: «A política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização deve permitir à sociedade atrair, a um custo economicamente justificável pela sua situação, profissionais qualificados, induzir o alinhamento de interesses com os dos acionistas – tomando em consideração a riqueza efetivamente criada pela sociedade, a situação económica e a do mercado – e constituir um fator de desenvolvimento de uma cultura de profissionalização, de promoção do mérito e de transparência na sociedade» (ponto V.2).

Ainda no mesmo capítulo V, acerca da remuneração dos Administradores, pode ler-se: «Princípio: Os administradores devem receber uma compensação: que remunere adequadamente a responsabilidade assumida, a disponibilidade e a competência colocadas ao serviço da sociedade; que garanta uma *atuação alinhada com os interesses de longo prazo dos acionistas*, bem como de *outros que estes expressamente definam*; e que premeie o *desempenho*»; «Tendo em vista o *alinhamento de interesses entre a sociedade e os administradores executivos*, uma parte da remuneração destes deve ter natureza *variável* que reflita o desempenho sustentado da sociedade e não estimule a assunção de riscos excessivos» (ponto V.3.1).

Em suma, estamos perante um aspeto nuclear da governança societária [cf. também, na literatura, *e.g.*, CÂMARA, 2010, pp. 42 *et seq.*, 49 *et seq.*, GIÃO, 2010, pp. 268 *et seq.*, F. GOMES, 2011, OLAVO CUNHA, 2016, pp. 584 *et seq.*; note-se, ainda, que em Espanha, por exemplo, é o próprio

legislador que regula com algum pormenor a matéria (artigos 217 *et seq.* da *Ley de Sociedades de Capital*)]. Através das regras e recomendações existentes pretende-se atingir vários objetivos, de que se salientam dois.

O primeiro deles consiste em incentivar estratégias empresariais sustentáveis de longo prazo, criadoras de valor neste horizonte temporal, contrariando políticas de curto prazo observadas no passado (cf., *e.g.*, CÂMARA, 2010, p. 14). O segundo, presente designadamente no artigo 255.º do CSC, é de índole financeira: pretende-se que a base de capital da sociedade não seja afetada por remunerações excessivas, como também tem sucedido (cf., *e.g.*, MAY, 2016), acautelando o valor da sociedade para sócios e contribuindo para a sua sustentabilidade financeira.

O segundo tema a realçar, igualmente com impacto na sustentabilidade das sociedades e, nessa medida, relevante para a justiça intergeracional, respeita à *reforma* dos administradores das SA. Estabelece o artigo 402.º do CSC: «1 – O contrato de sociedade pode estabelecer um regime de reforma por velhice ou invalidez dos administradores, a cargo da sociedade. 2 – É permitido à sociedade atribuir aos administradores complementos de pensões de reforma, contanto que não seja excedida a remuneração em cada momento percebida por um administrador efetivo ou, havendo remunerações diferentes, a maior delas. 3 – O direito dos administradores a pensões de reforma ou complementares cessa no momento em que a sociedade se extinguir, podendo, no entanto, esta realizar à sua custa contratos de seguro contra este risco, no interesse dos beneficiários. 4 – O regulamento de execução do disposto nos números anteriores deve ser aprovado pela assembleia geral.»

Trata-se de um assunto especialmente sensível, porque os encargos deste modo assumidos pelas sociedades, ao longo do tempo, podem tornar-se muito vultosos, atingindo a sua base de sustentabilidade financeira. É seguramente um ponto importante do ponto de vista da justiça intergeracional. O artigo do CSC suscita, no entanto, diversas questões de interpretação e aplicação, de que não podemos ocupar-nos (cf., *e.g.*, OLAVO CUNHA, 2014, 2016, pp. 839 *et seq.*, ABREU, 2010, p. 34).

No referido *Código de Governo das Sociedades* da CMVM (Recomendações 2013), estabelece-se: «Deve ser submetida à Assembleia Geral a proposta relativa à aprovação de qualquer sistema de benefícios de reforma estabelecidos a favor dos membros dos órgãos sociais. A proposta deve conter todos os elementos necessários para uma avaliação correta do sistema» (II.3.5). Realça-se esta necessidade de submeter à apreciação

pela AG os benefícios de reforma, em termos compreensíveis para os acionistas fazerem um juízo esclarecido acerca da matéria.

O terceiro tema tem também a ver com a proteção da base financeira (e correspondente sustentabilidade) da sociedade, mas sobretudo com a conveniência de não comprometer a liberdade de destituição dos administradores (artigo 403.º, n.º 1, do CSC) quando se entenda que a sua prestação ou desempenho são inadequados. Dispõe-se no ponto III.8 daquele *Código de Governo das Sociedades* da CMVM (2013): «Quando a destituição de administrador não decorra de violação grave dos seus deveres nem da sua inaptidão para o exercício normal das respetivas funções mas, ainda assim, seja reconduzível a um inadequado desempenho, deverá a sociedade encontrar-se dotada dos instrumentos jurídicos adequados e necessários para que qualquer indemnização ou compensação, além da legalmente devida, não seja exigível.» Não se exclui a indemnização legal prevista no n.º 5 do artigo 403.º do CSC (cf. também o artigo 430.º, n.º 2), mas pretende eliminar-se a prática de contratação de indemnizações exorbitantes por cessação antecipada dos cargos, preservando aquela liberdade – e, portanto, uma gestão sadia e competente da sociedade – e protegendo as finanças societárias.

O quarto tema respeita à *distribuição de dividendos*, também ela suscetível de afetar a base financeira da sociedade, comprometendo o seu desenvolvimento sustentável e transgeracional. Os artigos 217.º, n.º 1, e 294.º, n.º 1, do CSC reconhecem aos sócios de sociedades por quotas e aos acionistas um direito à distribuição anual de dividendos, duplamente derogável: mediante cláusula estatutária (derrogação geral e abstrata) e, ano a ano, mediante deliberação tomada por maioria qualificada de 3/4 da totalidade dos votos existentes (derrogação concreta). O direito, tal como se encontra atribuído, pode fazer algum sentido nas sociedades fechadas, mas não nas sociedades abertas, com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, em que o mercado funciona como mecanismo regulador do funcionamento da sociedade e os acionistas podem livremente comprar e alienar as ações. Nestas, o órgão de administração deve ter o poder discricionário de, quando da aprovação das contas anuais, propor a distribuição ou não de lucros, embora fundamentando devidamente a proposta [cf. o artigo 66.º, n.º 4, alínea *f*)]; e a coletividade dos sócios/acionistas deve, dentro dos limites gerais (incluindo o princípio da lealdade ou fidelidade ao fim comum), possuir autonomia de decisão na matéria. Daí que seja boa prática de governança societária a derrogação estatutária do direito consagrado na

lei (cf., no entanto, com outra leitura, OLAVO CUNHA, 2016, pp. 341 *et seq.*, e, em geral, GOMES, 2011a, pp. 297 *et seq.*, 328 *et seq.*).

Mas também constitui boa prática a definição de uma política de dividendos, no quadro da gestão estratégica da sociedade. No indicado *Livro Branco* da governança societária (2006), recomenda-se que «O Conselho de Administração submeta à aprovação da Assembleia Geral uma *política de dividendos de longo prazo*» (recomendação 89).

2. Governança societária e justiça intergeracional nas sociedades abertas

Aludiu-se no número anterior a alguns aspetos nucleares da governança societária – mormente a que se situa no plano recomendatório, especialmente concebida para as sociedades anónimas abertas ao investimento público (máxime, com ações cotadas em bolsa) ou tendo estas como alvo principal – realçando o seu possível contributo para a melhoria da condição das gerações futuras e, nesta medida, para alcançar uma melhor justiça intergeracional. Os tópicos da remuneração dos gestores e da distribuição de dividendos – em boa medida transversais a todas as sociedades, embora o significado não seja uniforme – bem como da reforma e indemnização dos administradores que são destituídos das funções mereceram aí algum desenvolvimento. Outros foram tão-só afluídos, pelo que se justificam mais algumas linhas sobre eles. Para uma visão integrada dos mesmos, procede-se, adiante, a uma breve revista dos principais instrumentos de governança recomendatória (*soft law*) assinalados, na parte em que podem interessar para o tema que nos ocupa; com uma adicional incursão por textos não nacionais (para o setor financeiro, em particular, cf. CÂMARA *et al.*, 2016). Antes, porém, transcreve-se um importante preceito do Código dos Valores Mobiliários (CVM 1999) e refere-se um regulamento da CMVM.

Estabelece o artigo 245.º-A do CVM, intitulado *Relatório anual sobre governo das sociedades*:

«1 – Os emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal divulgam, em capítulo do relatório anual de gestão especialmente elaborado para o efeito ou em anexo a este, um *relatório detalhado sobre a estrutura e as práticas de governo societário*, contendo, pelo menos, os seguintes elementos: a) *Estrutura de capital* [...];

b) Eventuais restrições à transmissibilidade das ações, tais como cláusulas de consentimento para a alienação, ou limitações à titularidade de ações; c) *Participações qualificadas* no capital social da sociedade; [...] e) Mecanismos de controlo previstos num eventual sistema de *participação dos trabalhadores no capital* na medida em que os direitos de voto não sejam exercidos diretamente por estes; f) Eventuais restrições em matéria de *direito de voto* [...]; [...] h) Regras aplicáveis à nomeação e substituição dos membros do *órgão de administração* e à alteração dos estatutos da sociedade; i) Poderes do *órgão de administração*, nomeadamente no que respeita a deliberações de aumento do capital; j) *Acordos significativos de que a sociedade seja parte* [...]; l) Acordos entre a sociedade e os titulares do *órgão de administração* ou trabalhadores que prevejam *indenizações* em caso de pedido de demissão do trabalhador, despedimento sem justa causa ou cessação da relação de trabalho na sequência de uma oferta pública de aquisição; m) Principais elementos dos *sistemas de controlo interno e de gestão de risco* implementados na sociedade relativamente ao processo de divulgação de informação financeira; n) *Declaração sobre o acolhimento do código de governo das sociedades* ao qual o emitente *se encontre sujeito* por força de disposição legal ou regulamentar, especificando as eventuais partes desse código de que diverge e as razões da divergência; o) *Declaração sobre o acolhimento do código de governo das sociedades* ao qual o emitente *voluntariamente se sujeite*, especificando as eventuais partes desse código de que diverge e as razões da divergência; p) Local onde se encontram disponíveis ao público os textos dos códigos de governo das sociedades aos quais o emitente se encontre sujeito nos termos das alíneas anteriores; q) Composição e descrição do modo de funcionamento dos *órgãos sociais* do emitente, bem como das comissões que sejam criadas no seu seio. 2 – Os emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado sujeitos a lei pessoal portuguesa divulgam a informação sobre a estrutura e práticas de governo societário nos termos definidos em *regulamento da CMVM*, onde se integra a informação exigida no número anterior. 3 – O *órgão de administração* de sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado sujeitas a

lei pessoal portuguesa apresenta anualmente à assembleia geral um relatório explicativo das matérias a que se refere o n.º 1.»

Estabelece, por sua vez, o *Regulamento* da CMVM n.º 4/2013, relativo ao Governo das Sociedades, designadamente: que o relatório detalhado sobre a estrutura e as práticas de governo societário a divulgar pelas sociedades referidas naquele artigo, deve conter os elementos mencionados no mesmo, com a sistematização prevista no Regulamento, bem como os elementos informativos complementares neste exigidos (cf. o Anexo I) e, ainda, «todas as demais informações que sejam relevantes para a compreensão do modelo e das práticas de governo adotadas» (artigo 1.º, n.º 1); que os emitentes devem explicar, de modo efetivo, justificado e fundamentado, a razão do não cumprimento das recomendações previstas no código de governo das sociedades adotado em termos que demonstrem a adequação da solução alternativa adotada aos princípios de bom governo das sociedades e que permitam uma valoração dessas razões em termos que a tornem materialmente equivalente ao cumprimento da recomendação (artigo 1.º, n.º 2); que os emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal devem adotar ou o Código da CMVM ou um código de governo societário emitido por entidade vocacionada para o efeito (artigo 2.º, n.º 1) [já se assinalou o Projeto de Código do IPCG]; e que a escolha do código de governo societário pelos emitentes sujeitos a lei pessoal portuguesa deve ser justificada naquele relatório (artigo 2.º, n.º 2).

2.1. Livro Branco sobre corporate governance em Portugal

Em Portugal, um dos textos mais importantes na matéria é o assinalado *Livro Branco* da governança societária (SILVA *et al.*, 2006). Refere-se aí que a expressão «governo da sociedade» designa «o conjunto de *estruturas de autoridade e de fiscalização* do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objetivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e *eficientemente*, atividades e relações contratuais consentâneas com os *fins privados* para que foi criada e é mantida e as *responsabilidades sociais* que estão subjacentes à sua existência», pelo que «compreende todos os mecanismos que respeitam à determinação da vontade da empresa e à sua concretização, seja ao nível da definição do tipo de atividades económicas a desenvolver, seja no que se refere à organização operacional dessas atividades, seja na tomada de decisões

de financiamento dos respetivos investimentos, seja no que respeita à devolução dos recursos investidos aos seus proprietários ou à sua remuneração sob a forma de dividendos». Acrescenta-se, ainda:

«Paralelamente com as 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 afetação de recursos e mecanismos que exijam a responsabilização pelo modo como esses recursos são usados*» (pp. 12 *et seq.*; neste, como noutros casos, acrescentou-se o itálico).

O Livro começa por identificar as vantagens e os problemas das *sociedades com capital muito disperso* (pp. 13 *et seq.*), naturalmente geridas por profissionais, «tanto ao nível estratégico, como ao nível quotidiano», «por um corpo restrito de administradores executivos e diretores, os quais podem ou não ser detentores de qualquer ação da empresa», havendo, por isso, «total separação entre a propriedade e a gestão»: (i) por um lado, proporcionam ganhos aos acionistas, investidores de capital, sem dispêndio de tempo, permitindo-lhes participar em negócios de uma dimensão que não estariam individualmente ao seu alcance, com diluição do risco mediante a diversificação das carteiras, asseguram que «profissionais possam conceber e concretizar projetos rentáveis, mesmo quando não disponham de património pessoal suficiente para esse efeito», com «vantagens não só para os gestores e para os acionistas, mas também para a sociedade no seu todo, na medida em que este tipo de organização tem permitido que se concretizem investimentos e, conseqüentemente, se dinamize a atividade económica, numa escala que não poderia ser atingida sem a separação entre a propriedade e a gestão»; (ii) por outro lado, envolvem o risco de arbitrariedade das decisões dos gestores (porque a dispersão do capital e a assimetria de informação tornam difícil o seu controlo pelos «proprietários»), custos de agência inerentes à separação da propriedade e da gestão, ou seja, o «risco de os decisores procurarem atingir os seus próprios interesses em detrimento dos interesses da empresa», com «expropriação» de valor aos acionistas; sendo «a tomada de riscos excessivos, em circunstâncias em que os gestores partilhem dos benefícios em caso de sucesso, mas não partilhem dos custos em caso

de insucesso», «um dos múltiplos exemplos» capazes de ilustrar esta «problemática da divergência de interesses». Daqui a conclusão: «Na presença de empresas com capital disperso, a existência de *mecanismos de fiscalização e de controlo* das equipas de gestão assume uma significativa importância. Da eficácia (efetiva e reconhecida) destes mecanismos depende a *confiança dos investidores* e, por consequência, o custo e a disponibilidade do capital, com os inerentes reflexos na possibilidade de concretização de determinados projetos de investimento e na dinâmica da atividade económica no seu todo.»

No que respeita às *sociedades com controlo maioritário* (pp. 16 *et seq.*), escreve-se:

«Os administradores e diretores das empresas com acionistas maioritários, sejam estas outras empresas, famílias ou o Estado, não gozam do mesmo poder arbitrário que os profissionais que gerem as empresas com capital totalmente disperso. Não se pense, porém, que não existe *espaço para que a gestão prossiga outros interesses que não os objetivos da empresa*, e que não existe a possibilidade de *expropriação dos acionistas*.» Com efeito, neste tipo de sociedades, esses «acionistas maioritários, por norma, ou integram eles próprios a equipa de gestão, ou os membros desta (na totalidade ou, pelo menos, na sua maioria) são pessoas da sua confiança», tendo portanto «rosto e [...] poder efetivo». Significa isto, por um lado, que a «possibilidade de expropriação dos acionistas (na sua totalidade) pelos gestores não é aqui um problema tão relevante» como no caso anterior, de capital disperso. Todavia, por outro lado, a «concentração da propriedade [...] tem os seus próprios problemas de agência e os conflitos de interesse também podem ser expressivos».

A «*questão coloca-se [então] na relação entre os acionistas maioritários e os pequenos acionistas, originando problemas de eventual expropriação dos minoritários*. O acionista maioritário está, por norma, direta ou indiretamente, envolvido na gestão e dispõe de mais informação que os acionistas minoritários. *Pode usar esta assimetria de informação em proveito próprio, em prejuízo da empresa no seu todo, e dos acionistas minoritários em particular*». «A redução do valor da empresa, a redução dos dividendos, a redução da riqueza dos acionistas via redução da performance dos investimentos e uma inferior performance operacio-

nal são frequentemente apontadas como consequências da distorção de incentivos dos grandes acionistas.» Donde a conclusão:

«Em suma, tratando-se de situações em que há um controlo maioritário do capital por um acionista, de igual modo é indispensável que, no conjunto de mecanismos que integram a respetiva governação, se incluam *instrumentos de fiscalização e controlo*.»

Quanto às *sociedades com vários acionistas minoritários mas com rosto* (p. 17), observa-se: (i) havendo um único acionista minoritário com rosto ou um grupo concertado, o problema é semelhante ao anterior; (ii) havendo um controlo recíproco dos acionistas entre si, «evitando que algum deles extraia benefícios privados que não possam ser partilhados pelos demais acionistas, incluindo os anónimos, o problema muda de configuração», uma vez que, neste caso, «a equipa de gestão retoma algum do poder discricionário que caracteriza as situações das empresas com o capital disperso», mas a «assimetria de informação de que beneficia» é encurtada e, portanto, é «menor a possibilidade de [os seus membros] extraírem impunemente benefícios privados excessivos».

Em seguida, o Livro ocupa-se do importante tema dos «*interesses dos acionistas versus outros interesses legítimos*» (pp. 18 *et seq.*; cf. também *infra*, n.º 4), ou seja, do «problema de saber com que objetivos as empresas são ou devem ser geridas», tendo em conta que o «desígnio final» do respetivo governo é assegurar que elas sejam «permanentemente geridas tendo em vista o cumprimento eficaz e eficiente dos objetivos com que foram constituídas e são mantidas» e que «os acionistas não são os únicos agentes económicos com interesses legítimos na vida» das mesmas, uma vez que os «trabalhadores, os credores, os fornecedores, os clientes, o Estado e a comunidade local são igualmente parte interessada» no seu futuro: da sua viabilidade e solidez «depende a manutenção dos postos de trabalho»; «da sua saúde financeira depende a capacidade de pagamento de juros e de reembolso dos credores»; os fornecedores e os clientes «também têm óbvios interesses na respetiva *solvabilidade e continuidade*; e o «Estado é parte interessada por múltiplas razões: da existência e continuidade da empresa resulta atividade económica, emprego, receita fiscal, impacto ambiental e social».

Salienta-se o que se segue: *i*) segundo a visão tradicional, os acionistas são vistos como beneficiários últimos dos atos da empresa, devendo as empresas ser geridas com o objetivo de maximizar a sua riqueza ou

bem-estar, ou seja, devendo os gestores concentrar-se em criar valor para eles, maximizando o valor do respetivo capital investido; *ii*) esta criação de riqueza deve beneficiar todos os acionistas, impedindo que os maioritários pratiquem atos de «expropriação dos minoritários», designadamente explorando assimetrias de informação «em proveito próprio, em prejuízo da empresa no seu todo» e destes minoritários em particular; *iii*) porém, existem outras partes interessadas (*stakeholders*), incluindo a comunidade no seu todo, podendo, na prática, essa maximização ser levada a cabo com sacrifício eticamente reprovável das mesmas; ainda que os seus interesses sejam defendidos por contratos específicos, por legislação adequada e por uma opinião pública atenta, «*subsistem interesses não adequadamente defendidos e cuja salvaguarda se deve cometer às equipas de gestão, pelo menos nos planos ético e deontológico*»; podendo incluir-se aqui, por exemplo, certas «práticas de agressão do meio ambiente e de crescimento insustentável», e de exploração de mão de obra infantil (se falha a censura do consumidor), compatíveis com a criação de valor para os acionistas, mas inaceitáveis; *iv*) assim, embora o primeiro objetivo da gestão deva ser a criação de riqueza e a sua distribuição equitativa e transparente por todos os acionistas, «*deve também exigir-se que as equipas de gestão atuem de forma ambientalmente e socialmente responsável, contribuindo para que o desenvolvimento seja equilibrado e sustentável*», e os mecanismos de fiscalização e de controlo devem igualmente «promover a dimensão da *sustentabilidade* nos seus critérios de atuação»; *v*) além disso, no plano das relações com os trabalhadores e colaboradores, importa ter consciência de que «*as empresas são espaços de realização pessoal e profissional*», pelo que o «desempenho por mérito deve ser o critério fundamental de remuneração e de progressão na carreira» e deve, ainda, «presidir à organização da estrutura hierárquica em que se baseia a tomada de decisões no seio da empresa».

Em suma, reconhece-se que a maximização da riqueza dos acionistas, além de valer tanto para maioritários como minoritários, é o objetivo primeiro da gestão; mas, para além de limitações legais, ela tem adicionais limites de ordem ética e deontológica que os gestores devem observar. Não se fornecem critérios operacionais de atuação, mas fica a ideia de que existe um espaço para considerações de ordem ética, de uma ética de responsabilidade, que também devem nortear a conduta dos gestores.

Ainda no que respeita à aludida estrutura do capital acionário, dão-se alguns dados estatísticos e conclui-se (pp. 20 *et seq.*):

«Compreende-se, assim, que no modelo anglo-saxónico [de acentuada dispersão do capital nas sociedades cotadas] o principal desafio que se coloca no desenho dos instrumentos de controlo e fiscalização das empresas tem a ver com a *proteção dos acionistas face ao poder arbitrário dos gestores profissionais*, os quais por norma gozam de uma ampla margem de atuação. No caso da Europa continental [com uma estrutura de capital muito mais concentrada], o principal problema reside na *proteção dos interesses dos pequenos e anónimos acionistas* face aos acionistas que têm dimensão suficiente para exercer influência sobre a equipa de gestão da empresa.»

«Além disso, a diversidade de estruturas acionistas 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, pelo contrário, o *controlo externo pelo mercado de capitais não é um elemento nuclear*, antes se conceptualizando que as equipas de gestão são internamente controladas pelos acionistas 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.»

A «falta de eficácia de alguns dos mecanismos de governo das sociedades» existentes (mercado de controlo, sistemas remuneratórios e de auditoria, etc.), que já vinha sendo apontada nos meios académicos e ao nível da regulação e supervisão, veio a ser confirmada por escândalos financeiros ocorridos nos primeiros anos do século XXI. Daí o aparecimento de iniciativas no sentido da «regulação das práticas de governo das sociedades no espaço económico em que o nosso país se integra» e o aparecimento de «*Códigos de Bom Governo*» (pp. 26 *et seq.*, 31 *et seq.*).

«A filosofia que esteve subjacente a este movimento, e que veio a informar iniciativas posteriores, é a de que as normas de natureza voluntária, dirigidas ao comportamento ético dos intervenientes na vida das sociedades cotadas (órgãos de administração, auditores, acionistas, *stakeholders*), apresentam maiores virtualidades para restaurar a confiança dos mercados – na medida em que sejam livremente adotadas e divulgadas pelas empresas ou estas expli-

quem por que não as adotam – do que as disposições vinculativas, frequentemente cumpridas na sua letra e não no seu espírito e que nunca impedirão práticas intencionais de má gestão.

Tem-se entendido, além disso, que a flexibilidade que resulta da autorregulação permitida pelos códigos recomendatórios – apresentados sempre como complementares das fontes legislativas, especialmente do direito das sociedades e dos valores mobiliários – facilita o tratamento das questões cada vez mais complexas do governo das sociedades, com respeito pelas particularidades de cada empresa, cada setor económico e cada país» (p. 33).

Nas conclusões da obra, realça-se a observação de que, na prática, os conselhos de administração não continham, à data, membros independentes («face aos administradores executivos e aos principais acionistas») bastantes para proteção dos minoritários (p. 135). O Livro termina com um conjunto de *recomendações* (pp. 139 *et seq.*). Transcreve-se, substancialmente, a parte relativa aos «objetivos da empresa» (2.2):

«As empresas cotadas em bolsa devem ser geridas tendo em vista a *maximização do seu valor a longo prazo*, o mesmo é dizer que devem ter por missão a *criação duradoura de riqueza para os seus acionistas*. Não se ignora, porém, que além dos interesses dos detentores do capital próprio, gravitam em torno das empresas múltiplos outros interesses justos e legítimos. Estando esses outros interesses protegidos por lei, por contratos específicos ou por uma opinião pública atenta, as empresas devem promover o seu respeito de forma inequívoca, mesmo nas circunstâncias em que exista elevada probabilidade de prática diversa não ser objeto de sanção efetiva. Não existindo restrição externa que obrigue as empresas a respeitarem esses interesses, como condição para a maximização do seu valor, considera-se que ainda assim estas devem nortear a sua atuação por *princípios de sustentabilidade e de responsabilidade social*.»

Assim, recomenda-se que:

«1) As empresas cotadas tenham por *objetivo central a criação de riqueza e a sua equitativa distribuição por todos os acionistas*; 2) As empresas cotadas aprovem em Assembleia Geral e enunciem a sua *política de desenvolvimento sustentável e o seu entendimento*

quanto à responsabilidade social que sobre elas impende, e prestem informação anual aos acionistas sobre a respetiva execução; 3) Além de outros aspetos, a política de desenvolvimento sustentável enuncie o *posicionamento energético e ambiental* da empresa, tornando claro quais as implicações ecológicas decorrentes da sua atividade, e quais os princípios que norteiam a sua atuação; 4) O enunciado da responsabilidade social de cada empresa contemple, designadamente: – A política da empresa no recrutamento, remuneração e progressão na carreira dos seus trabalhadores; – A política de formação e valorização profissional e pessoal dos seus trabalhadores; – A política da empresa visando salvaguardar a sua competitividade, designadamente no que respeita à integração de novas tecnologias no seu processo produtivo; – A política de gestão fiscal da própria empresa; – O posicionamento da empresa face a potenciais práticas de evasão fiscal dos seus trabalhadores, clientes e fornecedores; – A política de mecenato cultural da empresa; – A política de estímulo à investigação, desenvolvimento científico e inovação; – O posicionamento da empresa face ao financiamento de partidos políticos, de organizações governamentais ou não governamentais e de associações cívicas; 5) Anualmente, no âmbito do Relatório do Conselho de Administração, seja prestada *informação detalhada aos acionistas* sobre as relações da empresa com as suas principais partes interessadas (*stakeholders*).»

Recomenda-se, ainda, designadamente:

que «6) O Conselho de Administração zele pelo cumprimento da lei aplicável e do pacto social, pelo respeito dos princípios de *desenvolvimento sustentável e de responsabilidade social* assumidos pela empresa e, ao mesmo tempo, assegure o desenvolvimento de uma *cultura de ética* presente em todos os níveis de atividade da empresa»; 7) a criação de «uma Comissão Executiva, à qual deve competir a gestão quotidiana da empresa, sendo fixadas em Regulamento, e divulgadas no Relatório Anual, as atribuições nela delegadas e o seu modo de funcionamento»; 8) que os «administradores não executivos» sejam «em número claramente superior ao número de membros que integram a Comissão Executiva»; 9) devendo, existir administradores não executivos «que sejam *independentes*, tanto dos administradores executivos, como dos

principais acionistas da empresa, e que não tenham negócios ou relações materialmente relevantes que possam interferir com a liberdade do seu julgamento»; 10) que a «estrutura do Conselho de Administração» reflita «a estrutura acionista, devendo na sua composição atender-se os *legítimos interesses dos acionistas majoritários, dos acionistas minoritários com posições relevantes e dos restantes acionistas*, devendo o número de administradores independentes assegurar que a sua ação possa ser efetiva»; 11) que, «sempre que acionistas controlem direitos de voto que excedam significativamente os direitos de dividendo por eles detidos, o peso dos administradores independentes» seja «reforçado, tendo em vista assegurar uma proteção mais efetiva e eficaz dos acionistas minoritários»; 12) que as empresas expliquem publicamente a estrutura do seu Conselho de Administração, «identificando de modo claro e inequívoco o que são e quem são os administradores independentes, as relações de dependência existentes entre os administradores executivos e acionistas e as relações de dependência existentes entre os administradores não executivos e acionistas»; [...] 20) que «Os administradores não executivos, além de conselheiros e decisores, assumam um papel de fiscalizadores, desafiadores e avaliadores dos administradores executivos, devendo ainda zelar pela aplicação dos *princípios de sustentabilidade e responsabilidade social* assumidos pela empresa»; 21) que «Os administradores não executivos independentes igualmente assumam o papel de *defensores de todos os acionistas*, designadamente procurando evitar que os interesses dos pequenos acionistas sejam prejudicados em benefício dos interesses dos demais acionistas»; [...] 29) que «Os administradores executivos recebam uma compensação que remunere adequadamente o tempo, o esforço, a experiência e a competência colocadas ao serviço da empresa, que pondere a importância e o valor da empresa, e proporcione incentivos que garantam um desempenho alinhado com os interesses de todos os acionistas»; [...] 38) que «A estratégia seja concebida, discutida, planeada e estruturada pela totalidade dos membros do Conselho de Administração»; 39) que «O Conselho de Administração não delegue a responsabilidade pelas decisões que envolvam a tomada de *riscos* significativos para a empresa, e submeta à aprovação da Assembleia Geral as aquisições que exijam ulteriores aumentos de capital»; [...] que 46) «O Relatório Anual contenha desejavelmente

informação sobre a remuneração atribuída a cada um dos membros do Conselho de Administração, sendo que nos casos dos membros da Comissão Executiva deve distinguir-se a componente variável da componente fixa [...]»; 50) que «A Comissão de Avaliação, Nomeação e Remunerações acompanhe o processo de seleção e nomeação de quadros superiores, em ordem a garantir que a empresa disponha de uma base de recrutamento de *futuros administradores executivos* que garantam a tranquilidade de futuras sucessões»; 51) que, «No seio do Conselho de Administração, seja criada uma *Comissão de Auditoria*, exclusivamente eleita e integrada por administradores não executivos, maioritariamente composta por administradores *independentes*, um dos quais desempenhando as funções de presidente, com o objetivo principal de, nos termos de adequado regulamento, assegurar que a informação financeira foi de facto analisada por auditores externos independentes, competentes e qualificados, segundo os padrões internacionais, e que a informação divulgada reflete a verdadeira situação da empresa»; 59) competindo-lhe designadamente «a supervisão do sistema de controlo interno e de *riscos*, sem prejuízo da superintendência funcional da Comissão Executiva sobre estes serviços»; [...] 75) que «As remunerações dos administradores não executivos sejam fixadas diretamente pela Assembleia Geral ou por uma comissão de acionistas por esta nomeada»; 77) que «Todos os acionistas atuem de forma ativa assumindo a sua *qualidade de proprietários da empresa*»; [...] 82) que «Os acionistas com posições superiores a 5 por cento identifiquem ao Conselho de Administração todos os fornecedores e clientes da empresa que com eles mantenham *interesses comerciais* comuns relevantes»; 83) que «Todas as transações da empresa com acionistas com posições superiores a 2 por cento, ou com terceira entidade com quem aqueles mantenham interesses comerciais comuns relevantes, sejam formalizadas e realizadas nas condições de mercado, e quando tais operações não ocorram em condições de mercado sejam *previamente aprovadas* ou pelo Conselho de Administração ou pela Comissão de Auditoria, consoante o que fique definido nos respetivos regulamentos»; [...] 89) que «O Conselho de Administração submeta à aprovação da Assembleia Geral uma *política de dividendos de longo prazo*»; [...] 96) que «O Estado exerça os seus direitos enquanto acionista em empresas cotadas como se de um acionista privado se tratasse,

devido abster-se de utilizar essas empresas como instrumentos de regulação ou de política setorial».

2.2. Código de Governo das Sociedades da CMVM

O Código de Governo das Sociedades da CMVM (*Recomendações* 2013) tem a estrutura que se segue. Compõe-se de 6 títulos: I. Votação e Controlo da Sociedade; II. Supervisão, Administração e Fiscalização (desdobrado em: II.1. Supervisão e Administração; II.2. Fiscalização; II.3. Fixação de Remunerações); III. Remunerações; IV. Auditoria; V. Conflitos de Interesses e Transações com Partes Relacionadas; e VI. Informação (para uma sumária apreciação crítica, cf. MARTINS, 2014).

No primeiro, trata-se, *inter alia*, da participação e do voto dos acionistas nas assembleias gerais, bem como do efetivo poder desse voto (incluindo quóruns deliberativos e limitações de voto), com alusão também a eventuais entraves indiretos à livre transmissibilidade das ações e à livre apreciação pelos acionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração, em especial «em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração».

No que respeita à *supervisão e administração*, as ideias-chaves são: um princípio de *separação* da supervisão e administração estratégica, devendo o CA possuir administradores não executivos independentes, por um lado, da administração executiva, por outro lado; bem como o controlo do *risco*. No que respeita à administração e fiscalização das sociedades anónimas, os modelos de governação permitidos constam do artigo 278.º do CSC. Não se recomenda a opção por nenhum deles (cf., por *e.g.*, NUNES, 2016, e CÂMARA, 2008, pp. 66 *et seq.*).

Note-se que, diferentemente do que sucede nas sociedades por quotas (cf. o artigo 259.º do CSC) e nas sociedades de pessoas, o órgão de administração das sociedades anónimas gere a sociedade com *independência* em relação à coletividade dos acionistas (artigos 405.º, n.º 1, e 373.º, n.º 3, do CSC) (cf., *e.g.*, MAIA, 2002, pp. 137 *et seq.*, MARTINS, 1998, pp. 193 *et seq.*, 2013, pp. 403 *et seq.*); sendo uma das razões apontadas o facto de a sociedade dever ser gerida de forma a ter um bom desempenho e tendo em conta o interesse não apenas dos sócios presentes mas também dos *sócios futuros* (cf. MAIA, 2002, p. 155 e nota 221, MARTINS, 1998, p. 200 e nota 364, 2013, p. 404, V. XAVIER, 1976). A delegação de poderes e a existência de uma eventual comissão executiva com poderes de «gestão corrente» encontra-se regulada no artigo 407.º do CSC.

Quanto à *fiscalização*, as ideias mestras a reter são: competência e independência; controlo do risco e cumprimento das normas. A matéria da fiscalização encontra-se desenvolvida nos artigos 413.º e seguintes do CSC, bem como nos artigos 423.º-B a H (comissão de auditoria). As competências do CGS na matéria podem ver-se no artigo 441.º, sendo ainda importante o artigo 444.º, relativo a possíveis comissões, incluindo a aludida comissão para as matérias financeiras (para maiores desenvolvimentos, cf. GOMES, 2015).

Os temas das *remunerações* e da reforma dos administradores ocupam no texto um lugar destacado. A preocupação fundamental é de comprometer os administradores executivos com o desempenho da sociedade, evitando ao mesmo tempo uma gestão orientada para o curto prazo. Adicionalmente, pretende-se incentivar uma gestão prudente, evitando riscos excessivos. Remete-se para o que se observou no número anterior (*supra*, 1.4).

Quanto à *auditoria externa* (V), realça-se: «O auditor externo deve, no âmbito das suas competências, verificar a aplicação das *políticas e sistemas de remunerações* dos órgãos sociais, a eficácia e o funcionamento dos mecanismos de *controlo interno* e reportar quaisquer deficiências ao órgão de fiscalização da sociedade» (IV.1) (cf. também os artigos 8.º *et seq.* do CVM e o Regulamento da CMVM n.º 1/2014).

A sociedade com a respetiva empresa forma um centro de atividade produtiva autónomo, com uma esfera de ação e um património próprios, separados dos respetivos administradores, sócios e colaboradores, destinado a cumprir os objetivos acima assinalados (a respeito do Livro Branco), de forma sustentável, num arco temporal de longo prazo. Daí a importância do tema dos conflitos de interesses e transações com partes relacionadas (V), que já se salientou quando da análise do Livro Branco (*supra*, 2.1). Realça-se: «Os *negócios da sociedade com acionistas titulares de participação qualificada*, ou com entidades que com eles estejam em qualquer relação, nos termos do artigo 20.º do Código dos Valores Mobiliários, devem ser realizados em condições normais de mercado» (V.1), cabendo ao órgão de supervisão ou de fiscalização estabelecer os «procedimentos e critérios necessários para a definição do nível relevante de significância» desses negócios e ficando a realização de «negócios de relevância significativa dependente de *parecer prévio* desse órgão» (V.2).

Estão em causa, no essencial, perniciosas e encapotadas transferências de valor da sociedade para os acionistas, ou alguns deles, contrária às

regras gerais da transparência (cf. também o artigo 31.º, n.º 1, do CSC) e potencialmente lesivas quer do princípio da igualdade de tratamento desses acionistas quer do princípio da intangibilidade do capital social (cf. também o artigo 34.º, n.º 5, do CSC). A recomendação do Código completa o disposto no artigo 397.º do CSC, relativo aos negócios da sociedade com os administradores. Trata-se, portanto, de regras de boa governança com significado importante tanto para o bom desempenho e sustentabilidade da sociedade, como para o tratamento equitativo das minorias. Daí o relevo que também lhe é reconhecido na literatura (cf., e.g., GOMES, 2010, pp. 78 *et seq.*, 90 *et seq.*, GIÃO, 2010, pp. 237 *et seq.*, ABREU, 2013, pp. 326 *et seq.*, e 2013a, LOPES, 2013, REGÊNCIO, 2016, OLIVEIRA, 2017, 170 *et seq.*; nas SQ, também GONÇALVES, 2011; no EMCA, ANTUNES/FUENTES NAHARRO, 2016).

Note-se que são várias as «insuficiências» do artigo 397.º do CSC [e do correspondente artigo 428.º, bem como do mais exigente artigo 46.º, n.º 2, al. a), do CCoop]: diretamente, aplica-se apenas aos administradores (deixando de fora os gerentes – cf. *infra*, 3); não abrange, pelo menos de forma segura, todas as situações de conflitos de interesses em que, no campo negocial, pode estar envolvido um administrador, sendo discutível o seu âmbito de aplicação subjetivo; não regula, pelo menos diretamente, os negócios entre a sociedade e os sócios detentores de participação relevante (incluindo sócios controladores); etc. É certo que existem outras normas legais que completam o sistema – incluindo relativas à capacidade da sociedade, impedimentos de voto e intangibilidade do capital social – e os deveres gerais de lealdade quer dos administradores e gerentes (artigo 64.º, n.º 1) quer dos sócios (sobre este, cf., por ex., ABREU, 2015, pp. 281 *et seq.*); mas o direito recomendatório é chamado a cumprir aqui uma importante função clarificadora e complementadora.

Finalmente, no que respeita à *informação* (VI), prevê-se: «As sociedades devem proporcionar, através do seu sítio na Internet, em português e inglês, acesso a informações que permitam o conhecimento sobre a sua evolução e a sua realidade atual em termos económicos, financeiros e de governo» (VI.1); «As sociedades devem assegurar a existência de um *gabinete de apoio ao investidor* e de contacto permanente com o mercado, que responda às solicitações dos investidores em tempo útil, devendo ser mantido um registo dos pedidos apresentados e do tratamento que lhe foi dado» (VI.2). Como é natural no Código de um regulador, como é a CMVM, a preocupação geral, explicitada nesta última recomendação,

é com os investidores em valores mobiliários, designadamente ações, e o mercado de capitais.

2.3. Código de Governo das Sociedades do IPCG

O Projeto de *Código de Governo das Sociedades* do IPCG, de 2016, vai na mesma linha, sendo composto por princípios e recomendações, de adesão facultativa, tendo como destinatários naturais as sociedades abertas, em especial as emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, para as quais é obrigatória a adoção de um CGS. O Código baseia-se no aludido princípio «cumpra ou explica», como é próprio da generalidade dos instrumentos de governança deste género (cf., e.g., FRADA, 2014), adota um princípio de neutralidade relativamente à escolha dos modelos legais de governação, como sucede com o da CMVM, e afirma-se como destinado a servir como um guia de bom governo, em complemento do prescrito na lei (e nos estatutos das sociedades) (pp. 3 *et seq.*).

Salienta-se o seguinte princípio geral: «O governo societário deve promover e potenciar o *desempenho* das sociedades, bem como do mercado de capitais, e sedimentar a confiança dos investidores, dos trabalhadores e do público em geral na qualidade da administração e da fiscalização e no *desenvolvimento sustentado* das sociedades» [Cap. I (Parte Geral), p. 6]. Esta ideia de desenvolvimento sustentado, ou sustentável, encontra-se reafirmada, em especial, no capítulo IV, a respeito da administração executiva.

Estreitamente relacionada com ela está o estímulo de políticas de *longo prazo*. Dispõe-se no capítulo II, relativo aos acionistas: «A sociedade não deve estabelecer mecanismos que tenham por efeito provocar o desfasamento entre o direito ao recebimento de dividendos ou à subscrição de novos valores mobiliários e o direito de voto de cada ação ordinária, salvo se devidamente fundamentados em função dos *interesses de longo prazo da sociedade*» (ponto II.5). No importante capítulo VI, relativo à *gestão do risco*, o princípio é o seguinte: «Tendo por base a *estratégia de médio e longo prazo*, a sociedade deverá instituir um sistema de gestão e controlo de risco e de auditoria interna que permita antecipar e minimizar os riscos inerentes à atividade desenvolvida.»

No capítulo V, alude-se a um tópico ainda próximo das ideias de sustentabilidade e visão de longo prazo: o da *profissionalização da gestão*, a que já se aludiu mais acima. Estabelece-se aí, a respeito das remunera-

ções dos órgãos de administração e fiscalização, o seguinte princípio: «A política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização deve permitir à sociedade atrair, a um custo economicamente justificável pela sua situação, *profissionais qualificados*, induzir o *alinhamento de interesses com os dos acionistas* – tomando em consideração a riqueza efetivamente criada pela sociedade, a situação económica e a do mercado – e constituir um fator de desenvolvimento de uma cultura de *profissionalização*, de promoção do mérito e de transparência na sociedade» (ponto V.2; cf. *supra*, 1.4).

Finalmente, cumpre aludir a este tópico do «*alinhamento de interesses* [dos membros da administração e, segundo o Código, também dos membros do órgão de fiscalização] *com os dos acionistas*», que se prende diretamente com o fenómeno porventura mais próximo da génese da doutrina da «*corporate governance*», o dos «custos de agência». Depois de, no capítulo II, se estabelecer que «O adequado *envolvimento dos acionistas* no governo societário constitui um fator positivo de governo societário, enquanto instrumento para o funcionamento eficiente da sociedade e para a realização do fim social» (ponto II.A), prevê-se, *inter alia*, no capítulo V, ainda acerca da remuneração dos Administradores: «Princípio: Os administradores devem receber uma compensação: que remunere adequadamente a responsabilidade assumida, a disponibilidade e a competência colocadas ao serviço da sociedade; que garanta uma *atuação alinhada com os interesses de longo prazo dos acionistas*, bem como de *outros que estes expressamente definam*; e que premeie o *desempenho*»; «Tendo em vista o *alinhamento de interesses entre a sociedade e os administradores executivos*, uma parte da remuneração destes deve ter natureza *variável* que reflita o desempenho sustentado da sociedade e não estimule a assunção de riscos excessivos» (ponto V.3.1; cf. *supra*, 1.4).

Inferre-se daqui, na linha do Livro Branco e do Código da CMVM, por um lado, que a gestão da sociedade deve ser orientada para a *realização dos interesses de longo prazo dos acionistas* e de outros por estes definidos e, por outro lado, a par da profissionalização da mesma (e também da separação entre a administração de supervisão e controlo e a administração executiva), devem criar-se mecanismos que fomentem o envolvimento dos acionistas na vida da sociedade, exercendo as respetivas competências legais. O modelo de governança subjacente é, portanto, o da primazia do interesse dos acionistas (*shareholder primacy*), servindo a sociedade como mecanismo de criação de valor para eles (destinada

a maximizar os fluxos de caixa suscetíveis de «apropriação» por eles), mas, podendo haver acionistas investidores de curto prazo e acionistas «iluminados» interessados na valorização da sociedade enquanto organização produtiva duradoura, o padrão de referência é o destes últimos. Tendencialmente, daqui resultarão organizações produtivas com bom desempenho, controlo do risco e desenvolvimento sustentável, num arco temporal de longo prazo, porventura transgeracional.

Embora o tema não seja pacífico, este modelo de governança corresponde ao consagrado na atual lei societária mercantil, na interpretação que predominantemente se faz da mesma. Na verdade, dispõe o n.º 1 do artigo 64.º do CSC, após a Reforma de 2006: «Os gerentes ou administradores da sociedade devem observar: [...] b) Deveres de lealdade, no interesse da sociedade, *atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios* e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a *sustentabilidade* da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores.» O n.º 2 impõe igual dever aos titulares de órgãos sociais com funções de fiscalização, mas limita-se a referir o interesse da sociedade. Note-se que, ao menos segundo alguns autores, é de entender que, no médio e longo prazo, não é do interesse dos acionistas desconsiderar inteiramente os interesses dos trabalhadores e o bem público, uma vez que desse modo a empresa social sofrerá danos na produtividade, no ambiente de trabalho e no mercado de mão de obra e provocará reações negativas das autoridades públicas (cf., *e.g.*, HOPT, 2008, p. 16, CÂMARA, 2008, pp. 36 *et seq.* e 40). Além disso, encontra-se aqui também a ideia de sustentabilidade da sociedade como objetivo a atingir.

Numa outra ordem de considerações, realçam-se, ainda, os princípios da *transparência* e da *equidade* como princípios de governança corporativa. Também estes poderão ter algum significado para o problema da justiça intergeracional. O Código do IPCG (como de resto o da CMVM) destaca o primeiro, mas não confere especial relevo ao segundo, ficando aquém das recomendações constantes do Livro Branco.

Em estreita relação com o princípio da transparência, mas também com a sustentabilidade e o desempenho financeiros da sociedade, estão os temas do conflito de interesses e dos *negócios com partes relacionadas*, a que já se fez referência quando da análise do Código da CMVM. Quanto ao primeiro, estabelece-se o seguinte princípio: «Deve ser prevenida a existência de conflitos de interesses, atuais ou potenciais, entre os membros de órgãos ou comissões societárias e a sociedade. Deve garantir-se que o membro em conflito não interfere no processo de decisão» (I.4).

Seguem-se as recomendações: «Deve ser imposta a obrigação de os membros dos órgãos e comissões societárias informarem pontualmente o respetivo órgão ou comissão sobre os factos que possam constituir ou dar causa a um conflito entre os seus interesses e o interesse social» (I.4.1.); «Deverão ser adotados procedimentos que garantam que o membro em conflito não interfere no processo de decisão, sem prejuízo do dever de prestação de informações e esclarecimentos que o órgão, a comissão ou os respetivos membros lhe solicitarem» (I.4.2.).

Quanto aos negócios com partes relacionadas, o princípio é o seguinte: «Pelos potenciais riscos que comportam, as transações com partes relacionadas devem sujeitar-se a princípios de transparência e de fiscalização» (I.5). Para o efeito, recomenda-se: «O órgão de administração deve definir, com parecer prévio favorável e vinculativo do órgão de fiscalização ou de supervisão, o tipo, o âmbito e o valor mínimo, individual ou agregado, dos negócios com partes relacionadas que: *i*) requerem a aprovação prévia deste órgão; *ii*) e os que, por serem de valor mais elevado, requerem, igualmente, um parecer favorável de uma comissão de administradores não executivos independentes, nos termos previstos na Recomendação III.3, que aprecia a importância da transação para a sociedade, no plano da gestão ou administração» (I.5.1); «O órgão de administração deve comunicar mensalmente ao órgão de fiscalização ou de supervisão todos os negócios abrangidos pela Recomendação I.5.1» (I.5.2).

2.4. Código de Governança Corporativa brasileiro

Dentro do espaço lusófono, justifica-se uma referência adicional, ao bem elaborado e desenvolvido *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* (2015), editado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Como se observará, no que respeita ao leque de interesses em jogo, nota-se nele uma maior abertura do que aquela que encontramos no projeto de Código anterior, do IPCG; em certa medida, na linha do que se observou a respeito do Livro Branco.

Na verdade, o objetivo é instituir um modelo «cooperativo», eticamente comprometido, equitativo e transparente, envolvendo todas as partes interessadas na boa governação das organizações produtivas, centrado no conselho de administração (sem funções executivas), embora orientado para valorizar o negócio das mesmas, de forma sustentável, num horizonte de longo prazo. A diretoria (órgão executivo), em especial, deve, na sua «missão de cumprir o objeto e a função social da organização», levar

em devida consideração os interesses legítimos quer dos sócios, de todos eles, quer das demais partes interessadas, garantindo, com a orientação e supervisão do CA, «uma relação transparente e de longo prazo» com todas essas partes interessadas, propondo e pondo em prática «um programa contínuo de relacionamento, consulta e comunicação sistemática» com elas (ponto 3.3, p. 72).

«As *boas práticas* de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o *valor econômico de longo prazo da organização*, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua *longevidade* e o *bem comum*» (p. 20). Os quatro princípios básicos de governança corporativa são os seguintes: *transparência*, disponibilizando às partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos, contemplando, além do desempenho econômico-financeiro, os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gestória e que conduzem à preservação e à otimização do valor da organização; *equidade*, que se caracteriza pelo «tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas»; *prestação de Contas (accountability)* e *responsabilidade corporativa* [«Os agentes de governança devem zelar pela *viabilidade econômico-financeira* das organizações, *reduzir as externalidades negativas* de seus negócios e suas operações e *aumentar as positivas*, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional, etc.) no curto, médio e longo prazos»] (pp. 20 *et seq.*).

A construção clara de uma cultura e *identidade da organização*, com certa razão de ser, valores e objetivos, regida por um *código de conduta* apropriado e assente num *processo de decisão ética e socialmente responsável* – não apenas respeitador daquela identidade e promotor da mesma, mas que leve em conta «os impactos das decisões sobre o conjunto das partes interessadas, a sociedade em geral e o meio ambiente, visando o fim comum» – encontra-se no centro das preocupações (pp. 15 *et seq.*).

Acresce a *transparência*, indutora de uma boa *reputação* da organização. «A clareza sobre essa identidade é fundamental para que os agentes de governança possam exercer adequadamente seus papéis, alinhando a estratégia traçada e a ética» (p. 16). «A boa reputação contribui para redução dos custos tanto de transação quanto de capital, favorecendo

a preservação e criação de valor económico pela organização» (p. 17). «A avaliação adequada do desempenho e do valor de uma organização depende da divulgação clara, tempestiva e acessível de informações sobre sua estratégia, políticas, atividades realizadas e resultados. Possibilitar um nível elevado de transparência das informações sobre a organização contribui positivamente para a reputação da própria organização e dos administradores. A reputação positiva pode minimizar os custos de transação pela redução do custo de capital ao fomentar confiança. A reputação possui valor económico e pode atribuir vantagens competitivas. Favorece, ainda, a atração e a retenção de colaboradores. Construir, com base na transparência, uma boa reputação, não é apenas uma deferência ou concessão que a organização faz ao mercado e à sociedade, mas, por ser também economicamente vantajosa, é um benefício que ela proporciona a si própria» (pp. 72 *et seq.*).

A respeito do aludido *código de conduta*, que deve reger o comportamento da organização, assinala-se o seguinte: «As organizações devem fundamentar sua atuação em princípios éticos e socialmente responsáveis, refletidos no seu código de conduta» (3.5, p. 74). Este é elaborado segundo os princípios e políticas definidos pelo CA e aprovado por ele [5.1 e), p. 94]. Cabe à diretoria liderar a sua feitura – com participação de representantes das partes interessadas, de modo a promover a sua aceitação e legitimidade [5.1 e), p. 94] – e zelar pelo seu efetivo cumprimento [3.5, p. 74, e 5.1 f), p. 94]. «A administração é responsável por dar o exemplo no cumprimento do código de conduta. O conselho de administração é o guardião dos princípios e valores da organização. Entre suas responsabilidades está disseminar e monitorar, com apoio da diretoria, a incorporação de padrões de conduta em todos os níveis da organização» (5.1, p. 93).

«O código de conduta tem por finalidade principal promover princípios éticos e refletir a identidade e a cultura organizacionais, fundamentado em responsabilidade, respeito, *ética* e considerações de ordem *social e ambiental*. A criação e o cumprimento de um código de conduta elevam o nível de confiança interno e externo na organização e, como resultado, o valor de dois de seus ativos mais importantes: sua reputação e imagem» (5.1, p. 93).

Deve, assim, *em complemento das normas legais e regulamentares* (e também estatutárias), ser «elaborado segundo os valores e princípios éticos da organização», «fomentar a transparência, disciplinar as relações internas e externas da organização, administrar conflitos de interesses,

proteger o património físico e intelectual e consolidar as boas práticas de governança corporativa», expressando «o compromisso da organização, de seus conselheiros, diretores, sócios, funcionários, fornecedores e partes interessadas com a adoção de padrões adequados de conduta» [5.1 a) e b), p. 94]. Note-se, em especial, que «o uso de informações privilegiadas em benefício próprio ou de terceiros é ilegal, antiético e viola o princípio de equidade», devendo o código de conduta «definir, com clareza, o escopo e a abrangência das situações (e.g.: utilização da informação privilegiada para finalidades comerciais ou para obtenção de vantagens na negociação de valores mobiliários)», bem como «explicitar o dever de lealdade de todos para com a organização», uma vez que tal «uso prejudica não só a integridade do mercado como também a organização envolvida e seus sócios» (5.6, p. 99). O código de conduta «aplica-se a administradores, sócios, colaboradores, fornecedores e demais partes interessadas», abrangendo, ainda, «o relacionamento entre elas» [5.1 b), p. 94].

O código deve compreender e regular o funcionamento de um canal de comunicação e relacionamento da organização com as partes interessadas, acolhendo «opinões, críticas, reclamações e denúncias, contribuindo para o combate a fraudes e corrupção e para a efetividade e transparência na comunicação e no relacionamento da organização com as partes interessadas» («canal de denúncias», 5.2, p. 95). Deve, ainda, existir, na dependência do CA, um «comitê de conduta», «encarregado de implementação, disseminação, treinamento, revisão e atualização do código de conduta e dos canais de comunicação» (5.3, p. 96).

A organização deve adotar um conjunto de *políticas* destinadas a promover o respeito pela lei e a transparência, bem como a proporcionar um tratamento *equitativo e eticamente responsável*, valorizando desse modo a sua imagem e reputação públicas. Especificamente: 1) deve adotar uma política de estrito *cumprimento da lei*, prevenindo e detetando atos de natureza ilícita (incluindo práticas de corrupção, fraude, suborno e lavagem de dinheiro), e estimular os fornecedores não só a comprometerem-se com o seu código de conduta, mas instituírem também o seu próprio sistema de conformidade, uma vez que, «além de violarem preceitos éticos, condutas ilícitas podem comprometer a imagem e reputação da organização e de seus colaboradores, deteriorar seu valor económico e impactar sua sustentabilidade e longevidade» [5.10, p. 102 s); 2] as sociedades abertas «devem adotar, por deliberação do conselho de administração, uma política de *negociação de valores mobiliários de sua emissão*», regida pelos princípios da «transparência,

equidade e ética», aplicável a «sócios controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, de outros órgãos estatutários e executivos com acesso a informação» (5.7), bem como uma política de divulgação de *informações* orientada para o tratamento equitativo de sócios e investidores, designadamente proporcionando-lhes um acesso às mesmas em simultâneo [5.8]; 3] a *política social* da organização deve ser desenvolvida de forma transparente e objetiva, com controlo do CA, e «deixar claro que a promoção e o financiamento de projetos filantrópicos, culturais, sociais e ambientais devem apresentar uma relação explícita com o negócio da organização» ou «contribuir, de forma facilmente identificável, para o seu valor» (5.9, pp. 101 *et seq.*).

Com especial interesse para o tema do presente artigo, quando se referem as premissas do Código, a respeito da «Evolução do Ambiente de Negócios», salienta-se o seguinte: «Nos últimos anos, sem diminuir a importância dos sócios e administradores, a *governança ampliou seu foco para as demais partes interessadas*, demandando dos agentes de governança corporativa um maior cuidado no processo de tomada de decisão. Cada vez mais, desafios sociais e ambientais globais, regionais e locais fazem parte do contexto de atuação das organizações, afetando sua estratégia e cadeia de valor, com impactos na sua *reputação* e no *valor econômico de longo prazo*. Mudanças climáticas, a ampliação da desigualdade social e inovações tecnológicas, entre outros fatores, têm imposto transformações na vida das organizações.

Tais circunstâncias impõem a necessidade de uma visão ampliada do papel das organizações e do *impacto* delas *na sociedade e no meio ambiente* e vice-versa. O conceito de cidadania corporativa deriva do fato de *a empresa ser uma pessoa que deve atuar de forma responsável*. Na prática, para operar, uma empresa depende não apenas das licenças previstas em dispositivos legais e regulatórios, mas também do aval de um *conjunto de partes interessadas* que a afeta ou é afetado pelas suas atividades. Os agentes de governança devem considerar, portanto, as aspirações e a forma pela qual a sociedade em geral entende e absorve os efeitos positivos e negativos – as externalidades – da atuação das organizações e responde a eles.

Nesse novo ambiente, a ética torna-se cada vez mais indispensável. Honestidade, integridade, responsabilidade, independência, *visão de longo prazo* e preocupação genuína com os *impactos* causados por suas atividades são fundamentais para o *sucesso duradouro* das organizações» (pp. 15 *et seq.*).

2.5. Instrumentos da União Europeia

No plano europeu, já se mencionou a Diretiva n.º 2014/95/UE (*supra*, 1.2). Faz-se agora uma breve alusão ao *Livro Verde* de 2011. Lê-se aí: «O governo das sociedades é tradicionalmente definido como o sistema pelo qual as empresas são *dirigidas e controladas*, bem como um conjunto de *relações entre a gestão de uma empresa, o seu conselho de administração, os seus acionistas e outras partes interessadas*. O enquadramento do governo das sociedades para as empresas cotadas em bolsa, na União Europeia, é uma combinação de legislação e de normas não vinculativas, incluindo recomendações e códigos de governo das sociedades» (p. 2). O Livro aborda três temas: (i) o conselho de administração (essencialmente, a sua função de supervisão), salientando o papel fundamental que deverá desempenhar no «desenvolvimento de empresas responsáveis», recordando, por exemplo, as recomendações da Comissão já existentes em matéria de remuneração e a importância de «incentivos adequados que favoreçam o desempenho e a *criação de valor a longo prazo*» (1.4), bem como da *gestão eficaz dos riscos* (1.5); (ii) os acionistas, realçando, *inter alia*, o existente problema da gestão orientada para o curto prazo e a importância da sua participação na sociedade, com vista a uma melhoria dos respetivos «*benefícios a longo prazo*», no quadro de uma estratégia também com este horizonte temporal (2.1 a 2.3); e (iii) a regra «cumprir ou explicar» porque não se cumpre (realçando a necessidade de melhorar a qualidade das explicações e o controlo do governo das sociedades) (3).

Na parte relativa aos acionistas, importa salientar a importância da *proteção das minorias* (2.7). No ponto 2.8, contêm-se considerações sobre a *participação dos trabalhadores* na sociedade e o seu envolvimento na empresa, aludindo ao seu interesse na *sustentabilidade a longo prazo* das mesmas, mas não se tiram daí grandes ilações.

Assinala-se, ainda, entre outros textos, do final de 2012, a comunicação pela Comissão de um *Plano de Ação*, destinado a promover uma maior participação dos acionistas e a sustentabilidade das empresas. Lê-se, designadamente, na Introdução: «Um quadro eficaz do governo das sociedades é de importância capital, uma vez que as empresas bem geridas são suscetíveis de ser mais competitivas e *mais viáveis a longo prazo*. Um bom governo das sociedades é, acima de tudo, da responsabilidade da empresa em causa, estando em vigor regras europeias e nacionais que garantem o respeito de certas normas.»

São três as principais linhas de ação: aumentar a transparência, fomentar a participação dos acionistas e apoiar o crescimento e a competitividade das empresas. No que respeita à transparência, salientam-se os seguintes temas: «Publicação da política de diversidade dos conselhos de administração e da gestão dos riscos não financeiros» (2.1); «Melhorar a comunicação de informações sobre o governo das sociedades» (2.2), estando em causa a «qualidade das explicações» dadas quando uma recomendação não é seguida; «Identificação dos acionistas» (2.3); «Reforçar as regras de transparência para os investidores institucionais» (2.4). No que toca à participação dos acionistas, destaca-se: «Melhor supervisão dos acionistas relativamente à política de remuneração» (3.1); «Melhor supervisão pelos acionistas das transações com partes relacionadas» (3.2); «Participação dos trabalhadores no capital» (2.5).

No que respeita ao tema mais específico dos conflitos de interesses e *negócios com partes relacionadas*, para além dos deveres de informação impostos pela Diretiva 2006/46/CE (cf. os artigos 66.º-A e 508.º-F do CSC; bem como a IAS 24) e o que consta do Livro Verde (pp. 19 *et seq.*), realçam-se: a declaração do Fórum Europeu do Governo das Sociedades (criação da Comissão) de 2011 (*Statement of the European Corporate Governance Forum on related Party Transactions for Listed Entities*) e, na sequência do Plano de Ação de 2012, a proposta de diretiva de 9.04.2014 [Com (2014) 213 final], tendente, *inter alia*, a aditar à diretiva 2007/36/CE (relativa aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo) um artigo 9.º-C, dispondo designadamente: «1. Os Estados-membros devem assegurar que as sociedades, no caso de transações com partes relacionadas que representem mais de 1% dos seus ativos, anunciem publicamente tais transações no momento em que forem realizadas e façam acompanhar esse anúncio de um relatório elaborado por uma terceira parte independente que avalie se teve ou não lugar em condições normais de mercado e confirme que a transação é justa e razoável do ponto de vista dos acionistas, nomeadamente dos acionistas minoritários. O anúncio deve conter informações sobre a natureza da relação com as partes relacionadas, o nome da parte relacionada, o valor da transação e quaisquer outras informações necessárias para avaliar a mesma. / Os Estados-membros podem prever que as empresas possam solicitar aos seus acionistas uma isenção à obrigação prevista no n.º 1 de que o anúncio de uma transação com uma parte relacionada seja acompanhado de um relatório elaborado por um terceiro independente, em relação a determinados

tipos claramente definidos de transações recorrentes com uma parte relacionada identificada num período não superior a 12 meses a contar da data de concessão da isenção. Quando as transações com partes relacionadas envolverem um acionista, o mesmo deve ser excluído da votação respeitante à isenção prévia. 2. Os Estados-membros devem assegurar que as transações com partes relacionadas que representem mais de 5% dos ativos da sociedade ou que possam ter um impacto significativo sobre os lucros ou volume de negócios sejam submetidas ao voto dos acionistas em assembleia geral. Quando a transação com partes relacionadas envolver um acionista, o mesmo será excluído da votação. A sociedade não deve concluir a transação antes da sua aprovação pelos acionistas. A sociedade pode, contudo, concluir a transação sob condição de aprovação pelos acionistas. [...]»

Os temas da sustentabilidade no longo prazo, da tutela das minorias mormente nas sociedades com controlo acionário estável (incluindo os investidores institucionais), focando o tema dos negócios com partes relacionadas, e da relevância de outras partes interessadas, para além dos investidores de capital, entre outros, aparecem também salientadas em textos de sínteses e prospetivos, como os de Dallas e Pitt-Watson (2016), aludindo a três modelos de governança em confronto (primazia acionária, primazia das partes interessadas e empresas independentes em mercado aberto), da ecoDA (2015) e de Hopt (2015), este com análise mais abrangente do direito da UE.

2.6. OCDE e G20

Num trabalho desta índole, justificar-se-ia, ainda, uma análise dos *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE* (2015), os quais tiveram por base uma anterior versão de 2004 (da OCDE), «que envolve o entendimento comum de que um elevado nível de *transparência, responsabilização, supervisão dos executivos* e respeito pelos *direitos dos acionistas*, assim como o papel das *principais partes interessadas*, é parte integrante da fundação de um sistema funcional de governo das sociedades». Por razões de espaço, limitamo-nos, no entanto, a salientar alguns pontos e a uma breve conclusão. Assim:

Como se salienta no preâmbulo, os Princípios «auxiliam os decisores políticos a avaliar e a melhorar o enquadramento jurídico, regulamentar e institucional para o governo das sociedades, por

forma a apoiar a *eficiência económica*, o *crescimento sustentável* e a *estabilidade financeira*» (pp. 3 e 9). «Tal é conseguido, principalmente, através dos *incentivos* aos acionistas, aos membros do conselho e aos executivos, bem como aos intermediários financeiros e aos prestadores de serviços, adequados ao desempenho das suas funções dentro de um quadro de controlo e equilíbrio» (p. 9). A ideia é estabelecer um modelo destinado a servir de base aos sistemas de governança de cada país, centrando-se os Princípios nas *sociedades de capital aberto*, financeiras e não financeiras» (p. 9). Pretende-se «fornecer uma referência sólida, mas flexível, para os decisores políticos e participantes do mercado para que estes desenvolvam as suas próprias estruturas de governo das sociedades» (p. 11).

«Os Princípios reconhecem os interesses dos trabalhadores e de outras *partes interessadas* e o seu importante papel na contribuição para o sucesso a longo prazo e para o desempenho da empresa. Outros fatores relevantes para os processos de tomada de decisões de uma empresa, tais como preocupações *ambientais*, anticorrupção ou éticas, são considerados nos Princípios, embora sejam tratados de forma mais explícita numa série de outros instrumentos incluindo as Linhas Diretrizes da OCDE para as Empresas Multinacionais, a Convenção sobre a Luta contra a Corrupção de Agentes Públicos Estrangeiros nas Transações Comerciais Internacionais, os Princípios Orientadores das Nações Unidas sobre Empresas e Direitos Humanos e a Declaração da OIT sobre os Princípios e Direitos Fundamentais no Trabalho, que são referenciados nos Princípios» (p. 10).

«A estrutura de governo das sociedades deve reconhecer os direitos dos *stakeholders* estabelecidos por lei ou por meio de acordos mútuos, e *estimular a cooperação* ativa entre as sociedades e os seus *stakeholders* na criação de riqueza, empregos e na *sustentabilidade* de sociedades financeiramente sólidas» (princípio IV) (pp. 37 *et seq.*). Com efeito, «Um aspeto-chave do governo das sociedades é a garantia de um fluxo de capital externo para as sociedades, tanto na forma de capital social como de crédito. O governo das sociedades também deve debruçar-se sobre formas de incentivar os diversos *stakeholders* da sociedade a realizar níveis economicamente otimizados de *investimento em capital humano e físico específico* para a sociedade. A competitividade e o sucesso de uma

sociedade são o resultado do *trabalho de equipa* que incorpora contribuições de um leque de diferentes provedores de recursos, incluindo investidores, trabalhadores, credores, clientes e fornecedores, e outros *stakeholders*. As sociedades devem reconhecer que as contribuições dos *stakeholders* constituem um valioso recurso para a construção de sociedades competitivas e rentáveis. É, portanto, no *interesse de longo prazo* das sociedades fomentar a *cooperação* na criação de riqueza pelos *stakeholders*. O quadro de governo deve reconhecer os interesses dos *stakeholders* e a sua contribuição para o sucesso a longo prazo da sociedade».

Em complemento das leis e dos contratos, que devem ser efetivamente cumpridos, «muitas sociedades assumem compromissos adicionais perante os mesmos [*stakeholders*], e a preocupação com a *reputação* e o *desempenho* das sociedades muitas vezes requer o reconhecimento de interesses mais amplos. Para as empresas multinacionais, isto pode, em algumas jurisdições, ser alcançado pela utilização das Linhas Diretrizes da OCDE para as Empresas Multinacionais para os procedimentos de *due diligence* que abordem o impacto de tais compromissos». Não se prevê, no entanto, nenhuma recomendação sobre o assunto.

No que respeita à efetividade dos direitos, esclarece-se que «o enquadramento e o processo jurídicos devem ser transparentes» «e não prejudicar a capacidade» de comunicação das infrações e a obtenção de indemnização pelos danos causados por estas. Esclarece-se, ainda, quanto às *práticas ilegais e antiéticas* dos dirigentes da empresa, que, para além de poderem violar tais direitos, são suscetíveis, ainda, de afetar a *reputação* da sociedade e dos acionistas, bem como representar um *risco cada vez maior de responsabilidades financeiras futuras*, causando-lhes por isso um dano. Daí que seja vantajoso para eles «que se estabeleçam procedimentos e garantias para *comunicação de irregularidades* pelos trabalhadores, pessoalmente ou através dos seus organismos representativos, e outros externos à sociedade».

«O conselho de administração deverá ser incentivado através de leis e/ou princípios a proteger esses indivíduos e organizações representativas e conceder-lhes acesso direto e confidencial a um membro independente do conselho, muitas vezes um membro de uma comissão de auditoria ou ética. Algumas empresas estabeleceram um *ombudsman* para lidar com comunicações de irregularidades. Vários reguladores estabeleceram também linhas telefónicas e endereços de *e-mail* confidenciais para receber

denúncias. Não obstante, em alguns países, os organismos representativos dos trabalhadores assumirem a tarefa de transmitir as suas preocupações à sociedade, os trabalhadores, a título individual, não devem ser impedidos de atuar por si ou ser menos protegidos nesse caso. Na ausência de medidas imediatas de correção ou perante o risco razoável de reação negativa pelo empregador na sequência da sua denúncia, os trabalhadores devem ser encorajados a comunicar a sua denúncia de boa fé às *autoridades competentes*. Muitos países preveem também a possibilidade de submeter os casos de violações das Linhas Diretrizes da OCDE para Empresas Multinacionais ao Ponto de Contacto Nacional. A sociedade deve abster-se de ações discriminatórias ou disciplinares contra esses trabalhadores ou organismos.»

A preocupação é, portanto, com a efetividade dos direitos e com a *denúncia*, mormente por parte dos trabalhadores, de práticas de gestão irregulares, ilegais ou contrárias à ética, quer internamente quer perante as autoridades, sem o autor da denúncia ser vítima de discriminação ou sanção disciplinar. Isto, naturalmente, no interesse dos titulares dos direitos potencialmente lesados, e no superior interesse da sociedade (e dos acionistas), cuja reputação pode vir a ser afetada por tais práticas e cujo património pode ser lesado em resultado de inerentes responsabilidades financeiras.

Como se observou, o Código Brasileiro, por exemplo, acolhe este ponto de vista. Mas o que se acentua é esta conveniência de tratar bem os *stakeholders* e de respeitar a lei e os contratos por razões de ordem reputacional e de prevenção de responsabilidades financeiras.

Em suma, estamos perante um padrão de governança aberto, a que é inerente uma certa preocupação com outras partes interessadas, nas sociedades cotadas, para além dos acionistas. A tónica reside na *sustentabilidade* das organizações produtivas no longo prazo, na sua eficiência e estabilidade financeira, no respeito pelos direitos e na consideração dos interesses das partes envolvidas. Há também a clara afirmação da necessidade de respeitar não apenas as leis, mas igualmente a ética. Realça-se ainda que o objetivo geral da governança consiste em «construir um *ambiente de confiança, transparência e responsabilidade*, necessário para fomentar o investimento a longo prazo, a estabilidade financeira e a integridade empresarial». Mas não se acrescenta nada de verdadeiramente significativo para o tema da justiça intergeracional.

2.7. Síntese conclusiva

Em conclusão:

- i) A governança societário-empresarial em Portugal acha-se focada nas sociedades anónimas com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado (sociedades cotadas), o que compreende um universo bastante restrito das sociedades portuguesas, embora represente uma parte significativa do tecido empresarial.
- ii) A ideia geral consiste em colocar as sociedades ao serviço da *criação de valor ou riqueza para os acionistas* – para todos eles, *enquanto acionistas* da sociedade considerada – já que são investidores em capital de risco (utilizando a expressão em sentido lato) e, portanto, lhes cabe o valor líquido ou residual das mesmas.
- iii) Diferentemente de certas perspetivas económicas neoliberais, cria-se, no entanto, a figura abstrata do *acionista «iluminado»*, interessado em beneficiar de uma gestão das sociedades enquanto organizações produtivas duradouras, destinadas à criação sustentável, num arco temporal de longo prazo, de um fluxo monetário líquido suscetível de «apropriação» por si, seja recebendo uma parte desse fluxo sob a forma de dividendos ou equiparável, seja aumentando o seu património pessoal através da valorização da sociedade e das suas ações, cujo valor ele pode realizar; deste modo, a reflexa criação de riqueza para a comunidade em que a sociedade (com a sua empresa) se insere resulta já não da pura maximização do seu valor para os acionistas, obtida de qualquer modo, mas da instituição de organizações socioeconómicas tendencialmente duradouras, dentro da lógica de natural seleção no longo prazo daquelas que são suficientemente eficientes para sobreviver no mercado de concorrência.
- iv) Estando em causa organizações empresariais, os interesses de *outras partes interessadas*, como os credores (fornecedores e financiadores), os trabalhadores e a própria comunidade em geral, são de levar em conta, mas ao governo societário não cabe a sua defesa; os gestores apenas deverão considerá-los, dentro do permitido pela lei e pelos contratos aplicáveis, na medida em que isso for relevante para a sustentabilidade a longo prazo da organização, com criação de valor para os acionistas (segundo

algumas opiniões, na medida em que isso seja relevante para a maximização do valor do acionista iluminado ou esclarecido, com horizonte de longo prazo, dando prevalência, em caso de conflito, ao interesse deste).

- v) A este respeito, realçam-se algumas objeções à corrente de pensamento dominante, seja pela necessidade de incorporar na governança societária os fornecedores de capital alheio, dada a crescente importância desta forma de financiamento, seja por razões éticas, já que, numa economia complexa e globalizada como a presente, com liberdade de estabelecimento (incluindo a liberdade de deslocalização das empresas) e com défices conhecidos de eficácia na administração (atempada) da justiça, a criação de valor para os acionistas pode ser levada a cabo com custos sociais e danos ambientais contrários a uma ética de responsabilidade, mesmo sendo respeitada a lei a que a sociedade está sujeita; todavia, faltam diretrizes ou recomendações concretas capazes de superar a ideia da primazia do interesse dos acionistas.
- vi) Em todo o caso, sendo as sociedades estruturas de membros/ /acionistas variáveis, que se vão sucedendo e renovando ao longo do tempo, tendo presente o objetivo da sustentabilidade duradoura, poder-se-á dizer que, pelo menos ao nível dos acionistas, a governança societária estará ao serviço das gerações presentes e futuras; a sociedade será gerida como uma comunidade de pessoas (investidores) presentes e futuras.
- vii) Vista mais de perto, a governança societária – ou societário-empresarial – visa, em primeiro lugar, evitar que quem *administra* a sociedade (e a respetiva empresa) se sirva do cargo para realizar interesses próprios, em prejuízo dos acionistas e da própria sociedade com a constelação de todos os demais interesses que em torno dela gravitam (*problema de «agência»*); seja regulando ou recomendando boas práticas no domínio das remunerações, das indemnizações por cessação de funções e das eventuais pensões de reforma, seja dispondo acerca de negócios entre a sociedade e os administradores (ou pessoas cujos interesses particulares representam), bem como sobre o uso de bens sociais e apropriação de oportunidades de negócio, seja emitindo adicionais diretrizes e instituindo mecanismos de controlo do risco, mormente para evitar a assunção de riscos excessivos, seja, mais em geral, instituindo

procedimentos e mecanismos de controlo da atividade gestória, de avaliação do desempenho, etc. O objetivo correntemente declarado é o de alinhar o interesse dos administradores, mormente o dos administradores executivos, com o dos acionistas de longo prazo (da comunidade de acionistas que se vão sucedendo no tempo, presentes e futuros, atendendo ao seu interesse enquanto acionistas).

- viii) Em segundo lugar, a governança societária destina-se a evitar, nas sociedades com *poder maioritário* definido (e estável), que os acionistas detentores de tal poder, diretamente, através do exercício das suas competências (enquanto membros da coletividade social e/ou enquanto administradores, se for o caso), ou indiretamente, através do seu poder de influência sobre os administradores (que em geral podem fazer eleger e destituir), tratem a sociedade como coisa própria – exclusiva ou primacialmente ao serviço do seu interesse, social (enquanto acionistas) ou particular –, desconsiderando ou não levando em devida conta os interesses dos acionistas minoritários ou exteriores ao grupo de controlo [*problema de tratamento injustamente prejudicial dos acionistas/investidores minoritários*, que, além de constituir um problema em si mesmo (de «expropriação» ou esterilização do investimento destes), tal como o aludido problema de agência, põe em causa a confiança dos investidores, atuais e potenciais, na sociedade e no mercado acionário em geral]. Em causa estão comportamentos desviantes, relativos, como no caso anterior, à remuneração e às pensões dos acionistas administradores, bem como às indemnizações por eventual cessação do cargo, mas também de administradores relacionados com os acionistas de controlo, a negócios com a sociedade, sejam eles administradores ou não, ao uso de bens sociais e aproveitamento de oportunidades de negócio corporativas, a mecanismos de controlo do risco e da gestão, à avaliação do desempenho dos administradores, à política de dividendos e de financiamento, à subordinação da gestão à lógica de «grupo» nos agrupamentos societários, ao mercado de controlo da sociedade, à compensação de minoritários eliminados (*squeezed out*), etc.
- ix) Como se observou, ao menos em termos substanciais e efetivos, na versão dominante, está ausente, em especial, uma ética de

responsabilidade para com outras partes interessadas, incluindo no domínio ambiental. Os interesses das mesmas encontram-se subordinados à lógica da criação sustentável de valor para os acionistas, num arco temporal de longo prazo.

Decorre do exposto que o tema da justiça intergeracional, *qua tale*, está fora das preocupações da governança societária, tal como esta tem sido predominantemente entendida e praticada em Portugal. Em todo o caso, como se observou mais acima, na medida em que existe uma preocupação com o desenvolvimento sustentável e responsável das organizações produtivas, uma correspondente gestão numa ótica de longo prazo, e, inclusive, alguma preocupação com a posição dos minoritários, através da recomendação de um número adequado de administradores não executivos independentes, fomentando a informação e a transparência, bem como a gestão também no seu interesse (de longo prazo), indiretamente existe alguma relação. Uma boa governança, em princípio, também a favorecerá. São possíveis comportamentos transviados e oportunistas, mas eles não serão a norma.

No estado atual, pode melhorar-se a situação, sobretudo através da criação de canais de diálogo e interação com todas as partes interessadas, como acontece no Código brasileiro, de exigências de maior transparência, designadamente em matéria social e ambiental – por exemplo, impondo ou recomendando a elaboração e publicação de relatórios de sustentabilidade, com adequados mecanismos de controlo da sua veracidade e da pertinência da informação divulgada, na esperança de que pelo menos a atual e potencial censura social (difusa ou organizada) de comportamentos irresponsáveis promova uma cultura empresarial de responsabilidade (cf., a este respeito, a Diretiva n.º 2014/95/UE). Porém, a perspetiva dominante é (ainda) estreita, focada nos acionistas. Mesmo neste domínio estreito, as ideias de sustentabilidade e de gestão numa ótica de longo prazo são mais critérios de orientação geral do que realidades concretas. Existem mecanismos destinados a promover a sua realização ou, pelo menos, a impedir que esta seja comprometida, mas a sua eficácia prática não se encontra, em boa medida, assegurada.

Note-se, em especial, que, dado o carácter naturalmente imperfeito e incompleto dos contratos duradouros e das leis, no pensamento dominante da primazia acionária, com prevalência dos interesses dos acionistas sobre outros conflitantes, desde que se respeitem normas legais imperativas como as de proteção ambiental (a que a sociedade esteja sujeita), o inte-

resse dos acionistas (presentes) pode «legitimamente» ser prosseguido apesar de ter implicadas externalidades lesivas das gerações futuras.

3. Governança societária e justiça intergeracional nas sociedades fechadas

Tanto as sociedades anónimas, abertas e fechadas, como as sociedades por quotas, legalmente configuradas como sociedades fechadas, são organizações de membros variáveis. As próprias sociedades gerais (civis) e sociedades mercantis de pessoas (SNC e SCS) o são, desde 1967 e 1977, respetivamente.

Todavia, existe uma grande diferença entre uma sociedade com ações cotadas em bolsa (admitidas à negociação em mercado regulamentado) – o paradigma da sociedade aberta ao investimento público – e as demais: nas sociedades abertas, existe um mercado regular de ações, que, por um lado, permite aos acionistas desinvestir e afastar-se da sociedade em qualquer momento, por outro lado, em virtude desta circunstância e das maiores exigências regulatórias, de governança e informação pública, quer de direito societário e contabilístico-financeiro quer de direito mobiliário, o mercado de ações funciona indiretamente como mecanismo regulador do próprio funcionamento da sociedade, mesmo quando há um controlo maioritário estável, designadamente familiar. Isto é assim sobretudo no espaço anglo-americano, em que este mercado é a forma de financiamento privilegiada de tais sociedades ou pelo menos uma forma particularmente importante; mas, em alguma medida, é-o também em Portugal e noutros países da Europa continental.

Apesar disso, observou-se que, nas sociedades com controlo maioritário ou sobretudo nelas, vários textos de governança societária realçam o tema do *tratamento justo* ou *equitativo das minorias*. Não havendo um tal mercado, como sucede nas sociedades fechadas, o problema ganha uma dimensão ainda muito maior e tem associado um outro: o da conservação da base patrimonial e correspondente *sustentabilidade financeira* da sociedade.

Via de regra, nas sociedades com um número limitado de sócios – como sucede tipicamente nas SQ e num grande número de SA –, a sociedade funciona, pelo menos inicialmente, como uma estrutura de colaboração, com interesses solidários ou convergentes dos sócios, segundo o paradigma legal geral (cf. o artigo 980.º do CC: organização de fim comum lucrativo). Todavia, estando em causa organizações de

cnho personalista, em que a base pessoal é muitas vezes tão ou mais importante que a base patrimonial ou financeira (tenha-se presente a abolição da exigência de capital mínimo nas SQ, em 2011), existem contingências de vária ordem suscetíveis de comprometer o desempenho e a durabilidade das mesmas – mormente a durabilidade transgeracional.

A morte de sócios – com a associada questão sucessória, a que se aludiu a respeito das sociedades familiares, mas que tem uma dimensão mais ampla porque envolve quaisquer sócios, maioritários e minoritários – é uma delas. Porém, mesmo quando a homogeneidade pessoal perdura, a circunstância de, em muitos casos, a sociedade ser a base de sustento da família dos sócios impede-a de se desenvolver, como organização produtiva autónoma e sustentável.

Independentemente disto, na generalidade dos casos, a sociedade constitui-se e funciona muito mais na base de entendimentos tácitos, pressuposições, escolha e confiança recíprocas dos sócios do que numa explícita e articulada regulação da relação, estatutária ou parassocial. Tal como nas sociedades abertas, encontramos, também aqui, um típico mecanismo regulador externo, mas um mecanismo distinto, constituído pelas relações pessoais existentes entre os sócios. Note-se que é o próprio legislador – com os procedimentos simplificados de constituição e dissolução de sociedades por quotas e anónimas e a abolição naquelas da exigência de capital social mínimo, para a generalidade dos setores de atividade económica – quem promove este estado de coisas.

Nas sociedades abertas, se o mecanismo regulador do mercado falha ou não é eficiente, existe uma insuficiente proteção dos acionistas, mormente dos minoritários nas sociedades com controlo estável. Nas sociedades fechadas, quando o mecanismo regulador pessoal deixa de funcionar – por quebra de confiança, pelo simples desaparecimento da empatia inicial dos sócios, causada pelo desgaste da convivência quotidiana, por interferências familiares, comportamentos oportunistas, etc. –, elas facilmente deixam de ser estruturas de colaboração (pelo menos de colaboração integral) e passam a funcionar como estruturas de poder, com minoritários prisioneiros de investimentos estéreis e vítimas de comportamentos opressivos ou injustamente prejudiciais, desgastadas por conflitos internos e, muitas vezes, intermináveis querelas judiciais, com natural prejuízo para o seu desempenho e durabilidade. Temos aqui, portanto, problemas de *eficiência, sustentabilidade funcional e tratamento equitativo das minorias*.

Todavia, este é apenas um dos aspetos da questão. No fundo, além da natural fraqueza das sociedades que na prática se identificam com os sócios, assentes no exercício direto da atividade social por estes, sem colaboradores ou com um número restrito dos mesmos, muitas vezes familiares sem vínculo jurídico definido, as sociedades fechadas apresentam duas grandes debilidades: uma deriva da sua base personalista, sendo de índole funcional; a outra decorre da ausência de um mercado regular das quotas e ações, sendo de índole financeira. Noutros termos, encontramos nelas dois problemas com contornos específicos e em boa medida interligados: um de *sustentabilidade funcional* e outro de *sustentabilidade financeira*.

Dão-se alguns exemplos:

- i) Se a sociedade é a base da economia familiar dos sócios, a «renda» que produz é naturalmente canalizada para esse domínio: seja através da distribuição de dividendos, seja por via de retribuições «laborais», de gerência, etc.; seja mediante amortização voluntária ou aquisição pela sociedade das próprias quotas ou ações, bem como realização de outros negócios com os sócios. Pode, inclusive, ser atingida a «substância» económica da mesma se o capital for reduzido para distribuição ou se houver uma distribuição de valor excessiva permitida por um capital estatutário baixo, desadequado em relação à dimensão do negócio ou empresa.
- ii) Se um sócio morre, a sociedade pode continuar com os herdeiros. Neste caso, temos frequentemente uma quebra da homogeneidade da coletividade social, com associados problemas funcionais, de tratamento injusto das minorias e possível «guerrilha» dos minoritários (sejam eles os herdeiros, sejam sócios sobreviventes). Na hipótese de a sociedade, por acordo ou cláusula estatutária, não continuar com os sucessores do sócio falecido, em regra ser-lhes-á devida uma contrapartida compensatória, a pagar pela sociedade se ela não encontrar quem fique com a quota (ou as ações) (cf. o artigo 225.º, n.ºs 4 e 5, do CSC), afetando as respetivas finanças.
- iii) Se um sócio tem um comportamento oportunista, desleal ou gravemente perturbador do funcionamento da sociedade, afetando-a de forma séria, a sociedade pode eliminar o problema funcional excluindo-o ou promovendo a sua exclusão (artigos 241.º e 242.º do CSC; nas SA, o assunto é discutido). Mas, em geral, isso tem para si um custo financeiro, porque terá de lhe pagar o valor da

participação [artigos 241.º, 235.º, n.º 1, alínea *a*), e artigo 242.º, n.º 4, do CSC].

- iv) Se a quota de um sócio é executada por um credor pessoal deste ou se o sócio fica insolvente, para evitar a entrada de estranhos, conservando a homogeneidade da coletividade social, a sociedade pode amortizar essa quota, caso o pacto social o autorize (artigos 233.º, n.ºs 1 e 2, e 239.º, n.º 2, do CSC), ou exercer a preferência prevista no artigo 239.º, n.º 5, do CSC, mas isso tem, igualmente, um custo financeiro. O mesmo vale, *mutatis mutandis*, para as ações, se a situação estiver regulada no pacto social (artigos 347.º e 328.º, n.º 2, alínea *b*), e n.º 5, do CSC).
- v) Se um sócio de uma sociedade por quotas estiver há pelo menos 3 anos na sociedade e encontrar um adquirente para a sua quota, real ou «fingido» (sem que se prove a fraude), que a sociedade não deseje, a preservação da homogeneidade da coletividade social também tem para ela um potencial custo financeiro (artigo 231.º do CSC). O mesmo vale, havendo regulação estatutária do assunto e sem aquela restrição temporal, para as sociedades anónimas (artigos 328.º, n.º 2, e 329.º, n.º 3) (a menos que se interprete a lei no sentido de que a sociedade não pode, neste contexto, adquirir ou amortizar as ações – nem mesmo prevendo-se tal possibilidade nos estatutos).
- vi) Como o CSC tem na base a ideia de que a cessão de quotas é a via normal de um sócio sair de uma sociedade por quotas, liquidando o investimento que nela tem, isto apesar da real falta de mercado para as quotas mormente quotas minoritárias (problema, de resto, agravado pelo legislador em 2006, com a destruição da segurança jurídica do tráfico das quotas), mesmo que um sócio seja vítima de um comportamento opressivo ou injustamente prejudicial por parte da maioria, ainda que o seu investimento se torne estéril, apesar de a sociedade proporcionar benefícios aos maioritários, ou ocorram outras situações capazes de tornar dificilmente suportável a sua permanência na sociedade (podendo haver mesmo uma situação de «absoluta» inexigibilidade de tal permanência), o artigo 240.º do CSC não lhe reconhece o direito a exonerar-se (acerca da inexigibilidade, cf. CUNHA, 2011, pp. 99 *et seq.* e 557 *et seq.*, ESPÍRITO SANTO, 2014, p. 1039, PINTO, 2013, pp. 393 *et seq.*). A razão fundamental de tal opção legal

reside na necessidade de preservar a base financeira da sociedade; mas o resultado, na prática, acaba por ser, muitas vezes, ou uma «expropriação» de facto do minoritário, utilizando a linguagem de parte dos instrumentos de governança societária analisados, ou uma solução negociada, com um custo financeiro para a sociedade, ou a perpetuação de uma situação injusta e conflitual, capaz de, com o tempo, redundar num grave prejuízo para a imagem e o funcionamento da mesma sociedade.

Situações desta índole reclamam, portanto, dispositivos de governança adequados. Acima de tudo, é importante uma clara identificação dos problemas e a elaboração de modelos de estatutos, que os interessados poderão adotar, no todo ou em parte.

Mais uma vez a título tão-só exemplificativo, é importante regular nos estatutos, antes de mais, a *morte de sócios*; seja definindo as condições em que a quota pode passar para os sucessores – com eficácia face à sociedade, ou seja, tornando-se estes sócios –, seja regulando a contrapartida a pagar se tal não vier a suceder ou para que tal não suceda. Na verdade, a situação presente mostra-se totalmente insatisfatória: a regra legal supletiva é a de que os sucessores se tornam ou têm o direito de se tornar sócios, ocupando o lugar do sócio falecido (embora não seja claro como se conjugam aqui os planos jussucessório e societário); até aos processos simplificados de constituição de sociedades (2005), uma percentagem significativa de pactos sociais regulava o assunto, embora, na maioria dos casos, através de uma cláusula de amortização facultativa, que tem associados diversos problemas e um contencioso muito significativo; e a situação ainda se agravou, porque tais processos simplificados favorecem agora a não regulação da matéria.

Igualmente insatisfatória é a situação em caso de *divórcio* (ou separação de bens) de um sócio cuja quota seja um bem comum do casal. A situação encontra-se, aliás, agravada, neste contexto como no da morte, em virtude da utilização no direito das sociedades de conceitos de direito civil inapropriados, como o da natureza declarativa da partilha.

A *exclusão de sócios* desleais ou perturbadores merece também atenção: quer porque, em regra, a sociedade precisa de intentar uma ação de exclusão, que pode ser demorada; quer porque, aplicando o regime legal supletivo, o encargo financeiro pode ser muito significativo para a sociedade. Para o efeito, é relativamente indiferente que a via seja a da exclusão propriamente dita ou a da amortização de quotas com função

excludente (equivalência funcional que nem sempre a jurisprudência tem em conta). A este respeito, importa notar que uma grande parte das sociedades por quotas se constitui com base num pressuposto ou entendimento não escrito de que os sócios não exercerão uma atividade concorrente com a da sociedade e não aproveitarão em seu benefício oportunidades de negócio corporativas. Isto mesmo resulta de cláusulas que «sancionam» tais comportamentos com a amortização de quotas, apesar de os pactos que as contêm não estabelecerem explicitamente qualquer proibição desses comportamentos; e pode, em concreto, considerar-se uma decorrência do princípio da lealdade ou fidelidade ao fim comum, considerando o tipo real de sociedade em causa. Todavia, a tendência tem sido para utilizar o raciocínio linear de que, legalmente, tais obrigações apenas impendem sobre os gerentes (ou administradores), não sobre os sócios enquanto tais. Donde resultam frequentes situações conflituosas, insatisfatoriamente decididas pelos tribunais.

No que respeita à *cessão de quotas*, o artigo 228.º, n.º 2, do CSC considera livres as cessões realizadas por um sócio a favor de outro, bem como a favor do cônjuge, ascendente ou descendente. Em consonância com o típico intuito pessoal das sociedades por quotas, na maioria dos casos em que o assunto é regulado no pacto, circunscreve-se a liberdade de cessão às transmissões entre sócios. Porém, grande número de pactos sociais não regula o assunto; e tal acontece, provavelmente, quando isso mais se justificava, porque o cariz pessoal da sociedade é mais acentuado.

Um dos modelos de contrato de sociedade fornecidos pelo IRN (SQ 2/2006) vai no bom caminho, mas a cláusula que nele se propõe apresenta um duplo problema. Em primeiro lugar, fala-se aí em cessão a *estranhos* e, embora pareça claro que estamos a falar de estranhos à sociedade, não ao titular da quota, por um lado, perante cláusulas estatutárias congêneres, já se tem entendido o contrário; por outro lado, há quem entenda que, em face do artigo 8.º, n.º 2, do CSC, o cônjuge do sócio também é sócio (não um estranho), quando a quota for um bem comum do casal, originando situações em que avulta o aludido problema funcional das sociedades fechadas de base pessoal. Em segundo lugar, na «cessão onerosa a estranhos», reconhece-se aos sócios não cedentes e à sociedade um direito de preferência. Todavia, se estivermos a falar de uma preferência em sentido estrito, sujeita à regra da paridade de condições (ou do tanteio), nem todas as cessões onerosas poderão ser consideradas; se englobarmos as preferências impróprias, seria conveniente regular o valor pelo qual a preferência pode ser exercida. A isso acrescem os

problemas relativos ao exercício da preferência e à sua conjugação com o regime do consentimento a prestar pela sociedade, bem como dúvidas (injustificadas) acerca da validade das cláusulas de preferência criadas por alguma jurisprudência.

A situação mais insatisfatória – a carecer de atenção adequada no âmbito de uma governança societária orientada para o tratamento equitativo dos sócios minoritários e a sustentabilidade funcional e financeira da sociedade num horizonte tendencialmente transgeracional – é, no entanto, a que decorre da inexistência de um direito geral de *exoneração* nas sociedades por quotas (e anónimas fechadas), mesmo quando existe objetivamente justa causa para tal e a cessão de quotas (ou a alienação de ações) não se mostra uma alternativa com viabilidade prática. Na base, está a conceção tradicional do direito de/à exoneração como um direito de dupla face – de desvinculação e recebimento do contravalor da quota – *contra a sociedade*. Existem, porém, modelos exoneratórios distintos, financeiramente neutros para a mesma sociedade, como acontece no direito belga. Outro tanto sucede, de resto, com a exclusão. (Sobre o assunto, cf. MENDES, 2012.)

Note-se que um bom número de situações deste tipo tem que ver com a mudança de gerações de sócios, por morte de um deles. Com entrada para a sociedade dos herdeiros, seja na condição de minoritários seja na de majoritários, frequentemente há uma quebra da homogeneidade da coletividade social e a sociedade passa a funcionar como uma simples estrutura plutocrática, sem saudáveis e efetivos mecanismos regulatórios e, portanto, potenciadora de situações de injustiça intergeracional, em que as vítimas de tratamento iníquo tanto podem ser os sucessores que acedem à condição de sócios, como os sócios que já lá estavam.

Um outro problema que afeta a grande maioria das sociedades portuguesas e a respetiva governação é o financiamento – sobretudo financiamento bancário ou concedido por outras instituições financeiras, pessoalmente garantido (cf., sobre o assunto, MENDES, 2015). Trata-se, antes de mais, de um problema de governança societário-empresarial.

Com efeito, em primeiro lugar, os sócios, em boa medida também gerentes ou administradores, arriscam na sociedade sobretudo dinheiro alheio, o que seria um desincentivo a adotar práticas de governo menos sãs, não foram as garantias pessoais. Mas nem sempre estas têm a consistência esperada, quando acionadas; o que parece sugerir uma duvidosa eficácia do mecanismo regulador que elas representam – no sentido de

uma gestão leal, criteriosa e ordenada –, com naturais prejuízos para o sistema financeiro e o tecido produtivo em geral.

Em segundo lugar, não sendo este o caso, em situações de crise, atual ou previsível, o sistema tem o efeito de estimular uma gestão favorável aos credores garantidos, em detrimento dos demais. Por vezes, os contratos autorizam até aqueles a intervir na gestão. Talvez isto seja compreensível e mesmo inevitável, dado que a base financeira é o capital alheio. Mas justifica regras apropriadas de governação que não são as do modelo tradicional dominante (desenvolvidamente, sobre o tema, cf. DIAS, 2014).

Existe, todavia, uma outra dimensão do problema, que se prende mais diretamente com a justiça intergeracional. Apresenta duas facetas. Por um lado, o tecido produtivo que perdura nas gerações futuras é em larga medida composto por sociedades sobre-endividadas, pelo que a sucessão intergeracional leva consigo para as gerações vindouras este «fardo». Por outro lado, embora as garantias pessoais sejam prestadas pelos respetivos subscritores em razão da respetiva qualidade de sócios, existe uma corrente jurisprudencial dominante no sentido de que elas, em geral, perduram após a cessação de tal qualidade e cobrem não apenas dívidas contraídas até essa cessação, mas também resultantes de negócios futuros (cf. MENDES, 2015).

Isto agrava, antes de mais, o aludido problema dos sócios minoritários. Além disso, transposta a jurisprudência para a morte dos sócios, a situação dos herdeiros, que já comportava o fardo decorrente de as garantias estarem abrangidas pelo princípio da sucessão universal (artigo 2024.º do CC), ainda se torna mais «pesada».

Note-se que o problema do sobre-endividamento não é privativo das sociedades fechadas e familiares. Respeita também a grandes sociedades, incluindo sociedades abertas, e é suscetível de representar um fardo para as próprias gerações que não estão envolvidas no processo produtivo, presentes e futuras, sobretudo em virtude de operações de salvamento estatal destinadas a evitar ou minorar deletérios efeitos sistémicos, ou seja, na qualidade de contribuintes.

Numa outra ordem de ideias, em sociedades deste género que constituem a base da economia familiar dos sócios, não raro a sobrevivência e a rentabilidade mínima das mesmas a favor desses sócios presentes sobrepõem-se a outros interesses, ainda que importantes ou decisivos para a sua sustentabilidade no longo prazo, incluindo interesses de índole social e ambiental. A própria lei nem sempre é respeitada ou é-o mais na letra que no espírito. Sucede, inclusive, que a falta de cumprimento

de leis com importante impacto nos custos das empresas, se não for eficazmente combatida, acaba por assumir proporções alarmantes para o próprio Estado de Direito, porque as mesmas razões de sobrevivência e rendibilidade mínima, num sistema concorrencial, levam à nivelação por baixo e à imitação de comportamentos negativos.

Como se observou, nesta matéria as atenções concentram-se nas grandes organizações, mormente multinacionais. Mas o todo formado por numerosas empresas de pequena e média dimensão com comportamentos deste género é suscetível de ter um impacto igualmente assinalável, digno de ser considerado nas regras de governança societária.

4. Perspetiva integrada da governança societária. Enquadramento constitucional

Termina-se com algumas observações de carácter geral, tendo sempre presente a questão de fundo: pode a governança societária contribuir para uma melhor justiça intergeracional? De que modo?

Verificou-se que os existentes instrumentos de governação não adotam tal perspetiva. Favorecem, no entanto, em maior ou menor medida, a durabilidade transgeracional das organizações produtivas e podem contribuir para uma maior efetividade prática da proteção ambiental e dos recursos naturais, bem como, em última análise, para um desenvolvimento económico e social sustentável, com solidariedade intergeracional.

Observou-se, igualmente, que existem modelos de governança mais próximos da neutralidade social (modelos financialistas dominantes) e modelos mais comprometidos com as questões ambientais e sociais (v.g., RSE/CSR, CVP/CSV); colocando-se um problema de competitividade entre eles. Em termos gerais, a primeira questão a resolver é a seguinte: na ausência de vinculações específicas, legais, estatutárias, contratuais, etc., que lhes imponham certo comportamento, que objetivos e interesses podem e/ou devem os gerentes e administradores de uma sociedade prosseguir? Uma vez respondida ela, surge uma segunda: de que modo podem e/ou devem tais objetivos e interesses ser prosseguidos?

Nas páginas que se seguem, procura-se dar ao tema que nos ocupa um enquadramento mais lato, tendo presentes tais questões e possíveis leituras divergentes do assinalado artigo 64.º, n.º 1, do CSC. A Constituição, apesar de se encontrar em grande medida ausente da pertinente literatura jurídico-societária e económica, ocupa aqui, naturalmente, um lugar de destaque.

4.1. *Desenvolvimento sustentável e solidariedade intergeracional*

Antes de tudo, cabe realçar que, na CRP, existe um conjunto de *direitos fundamentais* fundados na dignidade da pessoa humana e elemento nuclear do Estado de Direito – os direitos à vida, à saúde e à liberdade, o direito ao desenvolvimento da personalidade e certos direitos de liberdade mais específicos que permitem a realização da pessoa humana, pessoal e profissionalmente, como a liberdade profissional e de empresa, bem como direitos implicados por eles, como o direito ao ambiente e à qualidade de vida – que, com os bens e valores de referência do respetivo objeto, formam um *património juscultural* entendido como património da humanidade. Trata-se de um adquirido civilizacional que o nosso diploma fundamental de «tempo longo» considera merecedor de proteção objetivamente, independentemente da titularidade concreta que – por definição, numa comunidade de pessoas que vão sucessivamente coexistindo no espaço de aplicação das normas e se vão sucedendo no tempo – vai variando, de geração em geração.

Na verdade, estamos perante um *património comum transgeracional* desta comunidade diacrónica de pessoas, repositório de valores e interesses do conjunto dessas pessoas, presentes e vindouras, com titulares concretos presentes a que se sucederão naturalmente titulares futuros, mas cuja gestão, pela própria natureza das coisas, é confiada a cada geração que sucessivamente vai sendo presente. Nesta medida, tal gestão assume um certo carácter fiduciário, de administração de um património que não é só daqueles a quem está temporalmente confiado. Cabe à Constituição e ao Estado de Direito assegurar que essa relação fiduciária seja preservada, criando mecanismos de proteção dos titulares entendidos como membros variáveis no tempo de uma comunidade unitária; por exemplo, instituindo uma instância representativa dos interesses daqueles que hão de vir (cf. SILVA, 2010).

Cumprе realçar aqui as ideias de um *património ambiental* (ecológico), suscetível de afetação irreversível pela atuação imprevidente, irresponsável ou mesmo rapace das gerações presentes (ou setores das mesmas) e, portanto, particularmente carecido de proteção, e da utilização de recursos naturais escassos potencialmente irracional ou delapidante. Depois de no n.º 1 do artigo 66.º da CRP se reconhecer a todos o direito a um «ambiente de vida humano, sadio e ecologicamente equilibrado», bem como o *dever* de todos o defenderem, salienta-se a incumbência do Estado de o assegurar, no quadro de um desenvolvimento sustentável,

designadamente: promovendo o «aproveitamento racional dos recursos naturais»; com salvaguarda da sua «capacidade de renovação» e da «estabilidade ecológica», respeitando o «*princípio da solidariedade entre gerações*» [n.º 2, alínea *d*)]; integrando os objetivos ambientais nas políticas setoriais [n.º 2, alínea *f*)]; e assegurando que a política fiscal «compatibilize desenvolvimento com proteção do ambiente e qualidade de vida» [n.º 2, alínea *h*)]; cf., ainda, artigo 9.º, alínea *e*), SILVA, 2010, pp. 485 *et seq.*, nota 76, 487 e 493, GARCIA & MATIAS, 2010, pp. 1350 *et seq.*].

O *princípio do desenvolvimento sustentável* [e equilibrado: cf. ainda o n.º 2 do artigo 66.º, alínea *b*)], bem como os artigos 81.º, alínea *d*), e 90.º] ou da sustentabilidade do desenvolvimento económico e social (GARCIA, 2007, pp. 172 *et seq.*, 310 *et seq.*, 379 *et seq.*, 448 *et seq.*, GARCIA & MATIAS, 2010, pp. 1350 *et seq.*, CANOTILHO & MOREIRA, 2007, pp. 843 *et seq.*, 967, e MENDES, 2010, pp. 1189 *et seq.*) – cuja conexão estreita com a proteção do ambiente e a solidariedade intergeracional se afigura manifesta – encontra-se, ainda, enfatizado no artigo 81.º, alínea *a*), em que se incumbe o Estado de promover o bem-estar social e económico no quadro do mesmo e portanto com respeito por ele. Acerca dos recursos naturais e do equilíbrio ecológico, incumbe também ao Estado adotar uma política de energia que assegure a sua preservação e uma política nacional da água, com gestão planeada e racional dos recursos hídricos [artigo 81.º, alíneas *m*) e *n*)].

4.2. Liberdade de empresa e modelo socioeconómico constitucional

A governança societária – ou societário-empresarial – tem a ver com a *liberdade de empresa* (acerca do tema nas cooperativas, cf. MEIRA, 2014). Dispõe o n.º 1 do artigo 61.º da CRP que a iniciativa económica privada se desenvolve livremente «nos quadros definidos pela Constituição e pela lei e tendo em conta o interesse geral». Nesses quadros incluem-se, naturalmente, aqueles princípios do desenvolvimento sustentável (e ecologicamente responsável) e da solidariedade intergeracional. O próprio interesse geral – enquanto interesse da mencionada comunidade abrangida pelas normas constitucionais relativas aos direitos fundamentais – pode ver-se como o interesse de uma comunidade de membros variáveis, que se vão sucedendo ao longo do tempo, de geração em geração, e portanto, compreendendo também o das gerações futuras.

A este respeito, escreveu-se noutro estudo (MENDES, 2012) que, entre os novos princípios característicos do Estado social, além do da demo-

cracia económica e social, avultam dois outros, que o modelo ou sistema económico concreto deve «internalizar» ou incorporar: o do respeito pelos direitos e interesses legalmente protegidos dos consumidores e o da salvaguarda ou proteção do *ambiente*; e observou-se igualmente que, quanto a este, o texto constitucional explicita que o desenvolvimento económico pretendido é um desenvolvimento ambientalmente sustentável ou equilibrado.

Notou-se, ainda, que, «em última análise, o sistema ou modelo económico decorrente da Constituição (que sintetiza o regime nela contido nesta matéria) deverá ser capaz de – salvaguardando a existência e tirando partido do exercício, individual ou associado, dos direitos e liberdades fundamentais dos cidadãos (e estrangeiros), mormente a *liberdade de empresa* e a *propriedade* – promover o *progresso económico e social* e a efetivação de um Estado social *ecologicamente responsável*, no respeito pelos interesses e direitos dos trabalhadores e dos consumidores. Ao Estado compete atuar como *regulador* e promotor ou impulsionador das ações e atividades necessárias para atingir esses objetivos».

No fundo, está em causa «estabelecer um equilíbrio dinâmico entre um incontornável *princípio de liberdade*, por um lado, e, por outro lado, um princípio de *solidariedade* e *responsabilidade*, a que se junta, ainda, um *princípio de justiça*», cabendo ao Estado promover a «otimização do sistema de princípios e valores expressos na Constituição, ajustando-os de modo a obter um resultado coerente e profícuo».

Realçou-se também um ponto que na CRP aparece menos explícito: «a economia e o respetivo processo produtivo constituem um *espaço de liberdade e de realização pessoal e profissional* dos seus participantes (máxime, empresários e trabalhadores)». E, em jeito conclusivo, observou-se, igualmente, que a *liberdade de empresa* dos particulares apresenta uma «natureza de dupla face: apesar de a CRP apenas se lhe referir como liberdade fundamental de índole *económica* – que, enquanto tal, se exerce no quadro do sistema económico gizado pela Constituição e, dentro dos limites desta, pela lei –, colocando em primeiro plano a sua relevância institucional ou sistémica, como *liberdade-princípio de organização económica*, ela constitui, simultaneamente, uma liberdade fundamental de carácter *pessoal*, em que estão presentes valores de liberdade e de realização da pessoa humana. O *sistema* assume, para ela, um duplo significado: por um lado, alarga o seu campo de ação e nessa medida reforça a sua efetividade prática; por outro lado, sobretudo enquanto sistema regulado, limita-a juridicamente».

No presente estudo, importa realçar, ainda, que o direito vigente – e a correspondente atividade conformadora e reguladora do sistema socioeconómico, normativa e institucional, que incumbe ao Estado – devem incorporar a assinalada dimensão *intergeracional* dos direitos fundamentais, incluindo a proteção do ambiente e dos recursos produtivos, mormente os recursos naturais, enquadrando o exercício da liberdade de empresa de modo a que o desenvolvimento daí resultante seja socialmente sustentável e observe o princípio da solidariedade entre gerações. Vendo as coisas sob uma outra ótica, o sistema deve, por imperativo constitucional, potenciar e enquadrar a liberdade de empresa enquanto liberdade das gerações presentes e futuras, na dupla vertente assinalada (institucional e de realização pessoal), conciliando o seu exercício com a necessidade de evitar ou pelo menos minorar associados efeitos negativos que se prolongam no tempo ou são mesmo irreversíveis, mormente no plano ambiental e dos recursos naturais não renováveis.

4.3. Entendimento dominante do artigo 64.º, n.º 1, do CSC

Tendo presentes estas coordenadas, retomam-se as questões acima enunciadas: que objetivos e interesses podem e/ou devem os gerentes e administradores de uma sociedade prosseguir? De que modo podem e/ou devem tais objetivos e interesses ser prosseguidos?

Do artigo 64.º, n.º 1, do CSC, na redação que lhe foi conferida pela reforma do direito societário de 2006, retira-se a seguinte resposta à primeira questão: os gerentes e administradores devem prosseguir o *interesse da sociedade*. Porém, que interesse é este? Segundo a doutrina societária que se afigura dominante, ele identifica-se com o interesse comum dos sócios; e, dado o paradigma legal da sociedade lucrativa (artigo 980.º do CC), corresponderá à prossecução do lucro, em benefício desses sócios, de todos eles (cf., e.g., CÂMARA, 2008, pp. 36 *et seq.*, 2010, pp. 59 *et seq.*, e, ainda, VENTURA, 1991, pp. 150 *et seq.*, MARTINS, 2006, p. 23 e nota 21, V. XAVIER, 1976, nota 116, pp. 242 *et seq.*; sobre o assunto, cf., ainda, RIBEIRO, 2009, pp. 509 *et seq.* e 535 *et seq.*, CORDEIRO, 2011, pp. 844, 872 *et seq.* e 888, e GONÇALVES, 2015, pp. 838 *et seq.* e 874 *et seq.*, com ulteriores reflexões).

Quanto à segunda questão, decorre também do preceito legal que os gerentes e administradores, ao prosseguir tal objetivo e interesse, devem atuar de forma criteriosa e ordenada e têm de respeitar certas linhas de orientação; não são livres de escolher o modo de alcançar esse objetivo.

Concretamente, a gestão deve ser orientada para a *sustentabilidade da sociedade*, atendendo aos *interesses de longo prazo* da coletividade dos sócios, ou seja, criando riqueza para eles neste horizonte temporal alargado, e levando em conta os interesses de outros sujeitos relevantes para essa sustentabilidade. Note-se que estes outros sujeitos, como de resto os sócios, também são relevantes para o desempenho da empresa social, mas o que o legislador pretendeu acentuar foi a sustentabilidade ou durabilidade da sociedade enquanto organização produtiva (cf. também GONÇALVES, 2015, pp. 874 *et seq.*).

Na leitura dominante da lei, uma *boa governança* das sociedades identifica-se, assim, pelo menos no campo dos princípios, com uma boa governação do interesse dos sócios vistos como um todo (cf., *e.g.*, ALVES, 2007). Nas sociedades por ações, com especial variabilidade dos acionistas e a possível existência de um mercado regular que a potencia, com um órgão de administração legalmente independente em matéria de gestão, e com uma administração orientada para a sustentabilidade das mesmas num horizonte temporal de longo prazo, em conformidade com o padrão do acionista iluminado, estão em causa acionistas presentes e futuros. A sociedade é governada enquanto organização duradoura de membros variáveis, presentes e futuros, ou seja, atendendo também aos interesses de futuros acionistas.

Sendo a sua duração tendencialmente ilimitada, a governança assume, portanto, no que respeita à coletividade social, uma potencial *dimensão transgeracional*: está em causa uma comunidade dinâmica de acionistas presentes e futuros, incluindo, tendencialmente, os das gerações vindouras. No caso das sociedades anónimas abertas, máxime com ações cotadas (admitidas à negociação em mercado regulamentado), esta ideia ainda surge reforçada porque está igualmente envolvido o mercado de capitais, enquanto instituição económica fundamental, que igualmente se pretende duradoura, funcionante, transparente e digna de confiança, a bem das gerações que se vão sucedendo. A proteção deste mercado, assim encarado, é uma das preocupações fundamentais, designadamente, do CVM, presente em grande parte do respetivo articulado.

Acresce que a sustentabilidade da sociedade num arco temporal de longo prazo, tendencialmente ilimitado, também depende, como se observou, de uma adequada atenção aos interesses de outras partes interessadas, mormente as coenvolvidas na respetiva empresa enquanto organização social e produtiva de mercado (trabalhadores, fornecedores, financiadores, clientes, etc.), as quais formam, igualmente, um círculo

variável e tendencialmente transgeracional. Por conseguinte, a governança societária compreende, ainda, a consideração de interesses que vão para além do interesse comum dos sócios e das gerações presentes destes. Todavia, segundo o referido entendimento dominante da lei, estamos perante uma consideração de tais interesses subordinada, instrumental em relação realização do interesse comum dos sócios (CÂMARA, 2008, pp. 36 *et seq.*).

É esta interpretação da lei conforme à Constituição? Não existirão leituras alternativas pelo menos mais conformes às referidas coordenadas da Lei Fundamental? Como se vai ver, a resposta é que tais leituras existem. Mesmo sem este apoio de nível superior, analisando apenas o texto do CSC, é possível contestar a hierarquização de interesses defendida pela doutrina dominante. Fazendo intervir a Constituição e as leis que a completam, na definição do aludido sistema socioeconómico, esta conclusão sai reforçada: do sistema extrai-se uma diretriz no sentido da adoção pelos empresários de comportamentos eticamente responsáveis e da preferência por modelos de negócio filoambientais e filossociais.

4.4. O artigo 64.º, n.º 1, do CSC à luz da Constituição. Modelos de governança

Recorda-se que, segundo o artigo 61.º, n.º 1, da CRP, a iniciativa económica privada se desenvolve «livremente *nos quadros* definidos pela Constituição e pela lei e tendo em conta o *interesse geral*».

A iniciativa privada que tem lugar em Portugal cabe tanto a nacionais como a estrangeiros e a entidades com sede no país e no estrangeiro, mormente cidadãos europeus e entidades sediadas noutra país da União, sendo neste caso protegida não apenas pela liberdade em apreço mas também pelas liberdades fundamentais do Direito da União Europeia (DUE); e compreende também aquela que se projeta além fronteiras. Apesar dos termos da disposição que se analisa, o respetivo *quadro normativo* abrange não apenas a Constituição e a lei em sentido estrito, mas também, designadamente, o DUE e o direito internacional diretamente aplicáveis e, ainda, normas regulamentares; e, a par dele, existe um *quadro institucional*, constituído, *inter alia*, por autoridades reguladoras independentes.

A esse quadro normativo pertencem *princípios e disposições de índole económica*, bem como de política económica. Realçam-se os seguintes princípios constitucionais: – da proteção dos interesses económicos dos

consumidores (artigo 60.º, n.º 1), da publicidade leal e transparente e da propriedade (artigos 60.º, n.º 2, 62.º e 83.º), a que correspondem direitos fundamentais; – do desenvolvimento económico [artigos 59.º, n.º 2, alínea *a*), artigo 80.º, alínea *e*), artigo 81.º, alíneas *a*), *j*) e *l*), 87.º, 90.º e 101.º], da coexistência de setores de propriedade [artigos 80.º, alínea *b*), e 82.º], da «liberdade de iniciativa e de organização empresarial no âmbito de uma economia mista» [artigo 80.º, alínea *c*)], da plena utilização das forças produtivas e meios de produção [artigos 81.º, alínea *c*), e 88.º], da sã concorrência [artigos 81.º, alínea *f*), e 99.º, alíneas *a*) e *c*)], do mercado (de concorrência) e da eficiência dos mercados [artigos 81.º, alínea *f*), e 99.º, alínea *b*)], a par de um princípio de planeamento [artigos 80.º, alínea *e*), e 90.º *et seq.*], e da instituição de um sistema financeiro orientado para a formação, a captação e a segurança das poupanças, bem como a aplicação dos meios financeiros ao desenvolvimento económico e social (artigo 101.º).

Quanto às políticas, para além das implicadas nos princípios anteriores, assinalam-se, entre outras: as do fomento da atividade empresarial e exportadora, em especial das PME's [artigos 86.º, n.º 1, e 100.º, alínea *d*)], de aumento da produção industrial [artigo 100.º, alínea *a*)], da internacionalização da economia portuguesa [artigo 100.º, alínea *a*)], do aumento da competitividade e da produtividade das empresas industriais [artigo 100.º, alínea *c*)], e da modernização do tecido empresarial agrícola [artigo 93.º, n.º 1, alínea *b*)].

A tais princípios e disposições acrescem direitos fundamentais, princípios e comandos, mormente de índole *humana, social e ambiental*, tendo na base o valor superior da dignidade da pessoa humana [artigos 1.º e 26.º, n.ºs 2 e 3], o respeito e a garantia de efetivação dos direitos e liberdades fundamentais [artigos 2.º e 9.º, alínea *b*)] e a promoção da democracia económica, social e cultural [artigos 2.º e 9.º, alínea *d*)]. Salientam-se os seguintes direitos: – à vida e à integridade pessoal (artigos 24.º e 25.º), à segurança e à saúde [artigos 57.º, n.º 3, 59.º, n.º 1, alínea *c*), 60.º, n.º 1, e 64.º], ao desenvolvimento da personalidade e realização pessoal [artigos 26.º, n.º 1, e 59.º, n.º 1, alínea *b*)], ao bom nome e reputação, à imagem e à reserva da vida privada [artigos 26.º, n.º 1, e 65.º, n.º 1]; – à segurança social (artigo 63.º), ao ambiente e qualidade de vida [artigos 9.º alínea *d*), e 66.º], à qualidade dos bens e serviços consumidos e à informação sobre os mesmos (artigo 60.º, n.º 1), à paternidade e maternidade (artigo 68.º); – os direitos à segurança no emprego (artigo 53.º) e ao trabalho (artigo 58.º), de intervenção associada na vida da empresa (artigo 54.º

e 58.º), a uma retribuição ajustada e condigna [artigo 59.º, n.º 1, alínea *a*), e n.º 2, alínea *a*)], à higiene e segurança no trabalho, incluindo a justa reparação de danos em caso de acidente [artigo 59.º, n.º 1, alíneas *c*) e *f*)], à «organização do trabalho em condições socialmente dignificantes, de forma a facultar a realização pessoal e a permitir a conciliação da atividade profissional com a vida familiar» [artigo 59.º, n.º 1, alínea *b*)], e ao repouso [artigo 59.º, n.º 1, alínea *d*), e n.º 2, alíneas *b*) e *d*)], bem como à participação na gestão de unidades produtivas do setor público [artigos 54.º, n.º 5, alínea *f*), e 89.º].

Realçam-se, ainda, os princípios da proteção do consumidor [artigos 81.º, alínea *i*), e 99.º, alínea *e*)], em complemento dos direitos assinalados, da especial proteção dos trabalhadores de empresas estrangeiras (artigo 87.º), da promoção do bem-estar, económico e social, e da qualidade de vida [artigos 9.º, alínea *d*), e 81.º, alínea *a*)], do desenvolvimento socioeconómico equilibrado e sustentável, com proteção da natureza e do ambiente e a preservação e aproveitamento racional dos recursos naturais, salvaguardando a sua capacidade de renovação e a estabilidade ecológica, e com respeito pelo princípio da solidariedade entre gerações [artigos 9.º, alíneas *d*) e *e*), 66.º, n.º 2, alíneas *b*) e *d*), 81.º, alíneas *a*), *d*), *m*) e *n*), e 90.º], e do ordenamento do território [artigos 9.º, alínea *f*), 65.º, 66.º, n.º 2, alínea *b*)].

No plano infraconstitucional, salienta-se a evolução, nas últimas décadas, de um modelo socioeconómico com forte intervenção pública, direta e indireta, para um modelo de economia regulada, integrado por autoridades reguladoras independentes (cf. a Lei-Quadro n.º 67/2013, de 28 de agosto, e, v.g., CONFRARIA, 2011, MOREIRA & MAÇÃS, 2003, e CATARINO, 2014). No domínio ambiental e do desenvolvimento sustentável, a nível nacional, o diploma legal fundamental é a Lei de bases da política do ambiente (Lei n.º 19/2014, de 14 de abril), que desenvolve os princípios dos mencionados artigos 9.º e 66.º da CRP. Realça-se:

Artigo 2.º, n.º 1: «A política de ambiente visa a efetivação dos direitos ambientais através da promoção do *desenvolvimento sustentável*, suportada na gestão adequada do ambiente, em particular dos ecossistemas e dos recursos naturais, contribuindo para o desenvolvimento de uma sociedade de baixo carbono e uma “economia verde”, racional e eficiente na utilização dos recursos naturais, que assegure o bem-estar e a melhoria progressiva da qualidade de vida dos cidadãos.» Nos artigos 14.º e seguintes, estão

indicados diversos instrumentos da política ambiental. Destacam-se o artigo 19.º, segundo o qual «As atividades públicas ou privadas, potencial ou efetivamente poluidoras, ou ainda suscetíveis de afetar significativamente o ambiente e a saúde humana, estão sujeitas a prévio licenciamento ou autorização nos termos da legislação aplicável», e o artigo 17.º, relativo aos instrumentos económicos e financeiros. Dispõe o n.º 1: «A política de ambiente deve recorrer a instrumentos económicos e financeiros, concebidos de forma equilibrada e sustentável, com vista à promoção de soluções que estimulem o cumprimento dos objetivos ambientais, a utilização racional dos recursos naturais e a internalização das externalidades ambientais.» No n.º 2, contém-se uma lista exemplificativa desses instrumentos: fundos públicos ambientais, instrumentos de compensação ambiental, fiscalidade ambiental, prestações e as garantias financeiras decorrentes da aplicação do princípio da responsabilidade ambiental, instrumentos de mercado, etc.

Artigo 8.º (deveres ambientais): «1 – O direito ao ambiente está indissociavelmente ligado ao dever de o proteger, de o preservar e de o respeitar, de forma a assegurar o *desenvolvimento sustentável a longo prazo*, nomeadamente para as *gerações futuras*. 2 – A *cidadania ambiental* consiste no dever de contribuir para a criação de um ambiente sadio e ecologicamente equilibrado e, na ótica do uso eficiente dos recursos e tendo em vista a progressiva melhoria da qualidade vida, para a sua proteção e preservação.»

Do conjunto extenso e complexo de diplomas normativos existentes, internacionais, europeus e nacionais, emerge uma série de princípios, que enquadram e completam os direitos e deveres fundamentais. Interessam aqui, em especial, para além dos referidos princípios do desenvolvimento sustentável e da solidariedade entre gerações, dois deles: o da prevenção e o da precaução. Segundo o primeiro, «as ações com efeitos imediatos ou a prazo no ambiente devem ser consideradas de forma antecipativa, a fim de ser possível a minimização ou eliminação das causas, prioritariamente à correção dos efeitos que possam ter em relação à qualidade do ambiente, sendo o poluidor obrigado a corrigir ou recuperar o ambiente, suportando os encargos daí resultantes, não lhe sendo permitido continuar a ação poluente». O segundo «impõe, perante a incerteza científica sobre os efeitos da ação, particulares deveres de

cautela de quem age» (cf. GARCIA & MATIAS, 2010, pp. 1349 *et seq.*, e, na presente obra, Carla GOMES).

Em suma, através do artigo 61.º, n.º 1, da CRP, assegura-se aos membros da sociedade em geral e respetivas organizações, bem como a interessados externos, a liberdade de acesso a um sistema aberto de economia mista e *social* de mercado regulada – sistema este em parte autorregulado mas também institucional e funcionalmente garantido pelo Estado –, de fazerem parte do mesmo e de aí desenvolverem uma atividade económico-produtiva (ao menos tipicamente empresarial), prosseguindo objetivos e interesses particulares, com dois limites: (i) observando as regras do jogo fundamentais – ou seja, respeitando a Constituição, as leis e as restantes normas de conduta aplicáveis, incluindo as de fonte europeia e internacionais, mas também as instituições criadas e a funcionalidade do sistema – e, adicionalmente, (ii) não sobrepondo a prossecução daqueles objetivos e interesses particulares ao interesse da comunidade em geral.

Quer dizer, para além do respeito das normas de proteção de outros valores e interesses consignadas na Lei Fundamental e das normas legais e regulamentares pertinentes (legalidade democrática), exige-se, ainda, aos agentes económicos e respetivas organizações produtivas, na prossecução dos seus interesses privados, um comportamento que leve em devida conta este interesse da sociedade em geral. A consciência de que a atuação das organizações empresariais pode ter impactos sistémicos, de índole económica, social, ambiental, etc., não só positivos mas também negativos, levou o legislador constituinte a fazer esta exigência adicional; mesmo se ela já resulta em grande medida da necessidade de respeitar a Constituição e a lei.

Salientam-se alguns vetores da dimensão *social* do modelo. O primeiro é o do referido *desenvolvimento sustentável a longo prazo*, capaz de beneficiar as *gerações futuras*, mormente em termos ambientais, com a implicada proteção da sociedade em geral contra externalidades negativas da atividade económica. Este considerou-se tão importante, que surge repetidamente afirmado; e a associada *proteção do ambiente* em sentido lato, incluindo a preservação e a gestão racional dos recursos naturais, foi consagrada através de um direito e de um *dever* fundamentais: «todos têm direito a um ambiente de vida humano, sadio e ecologicamente equilibrado e o dever de o defender» (artigo 66.º, n.º 1, da CRP). Realça-se também a repetida afirmação do binómio «desenvolvimento económico e *social*» como objetivo a atingir [artigos 66.º, n.º 2, alínea b), 80.º, alínea e), 81.º, alínea j), 90.º e 101.º da CRP].

O segundo vetor é o da proteção dos *trabalhadores*, realçando-se «a organização do trabalho em condições socialmente dignificantes, de forma a facultar a realização pessoal e a permitir a conciliação da atividade profissional com a vida familiar». O terceiro vetor é o da proteção dos *consumidores*, que constituem uma peça essencial da economia de mercado, mas mostram-se suscetíveis de ser afetados pela atividade dos agentes económicos (produtivos). O quarto é o da *saúde*, dos trabalhadores, dos consumidores e da sociedade em geral, igualmente protegida através de um direito fundamental, como os anteriores.

Acresce a afirmação adicional da necessidade de levar em consideração o *interesse geral*, para além do que resulta do quadro normativo estrito. A ele se referem também, por exemplo, os artigos 52.º e 81.º, alínea *f*), da CRP.

Finalmente, realçam-se dois aspetos. Nos termos do artigo 18.º, n.º 1, da CRP, os preceitos constitucionais respeitantes aos direitos, liberdades e garantias são diretamente aplicáveis e vinculam as entidades públicas e privadas; o mesmo sucedendo com os demais direitos fundamentais de natureza análoga (artigo 17.º), na medida em que possuam esta natureza. No artigo 52.º, por sua vez, dispõe-se que todos os cidadãos têm um direito de petição e queixa para defesa «dos seus direitos, da Constituição, das leis ou do *interesse geral*» (n.º 1), bem como um direito de ação popular, exercitável individualmente ou de forma associada, com vista a prevenir, fazer cessar ou perseguir judicialmente infrações contra a saúde pública, os direitos dos consumidores, a qualidade de vida e a preservação do ambiente e do património cultural [n.º 3, alínea *a*)].

Estamos, portanto, longe dos modelos económicos liberais que subjazem à interpretação dominante do artigo 64.º, n.º 1, do CSC, mesmo na vertente moderada e moderna do acionista iluminado. O modelo constitucional é o de um desenvolvimento económico *ambientalmente responsável* ou sustentável – num horizonte transgeracional – e *socialmente comprometido*, com os consumidores, os trabalhadores e a comunidade em que a atividade económico-produtiva se desenvolve; respeitador de regras, valores e princípios explícitos e, ainda, com uma genérica atenção ao interesse geral.

Encontramos aqui interesses e valores merecedores de serem considerados em si mesmos, designadamente o valor da sustentabilidade empresarial de longo prazo e da solidariedade transgeracional; não meros interesses instrumentais em relação ao objetivo da maximização do lucro ou riqueza dos sócios nesse horizonte temporal. Ao menos tais

participantes no processo produtivo (*stakeholders*), de que depende esta sustentabilidade, são vistos como tais, com relevo e dignidade próprios (cf., v.g., a respeito dos trabalhadores, NEVES, 2008, pp. 344 *et seq.*, e BRIAND, 2012); não como entidades portadoras de interesses subordinados ou instrumentais em relação a essa maximização do lucro. A iniciativa económica privada exerce-se deste modo, através de organizações empresariais (máxime, societário-empresariais) assim concebidas, a que é inerente um compromisso social e intergeracional.

Por conseguinte, a concretização de um tal modelo socioeconómico, seja no plano das políticas públicas, seja no da atuação dos agentes económicos privados, aponta mais para as doutrinas da *responsabilidade social das empresas* (RSE/CSR), nas suas versões mais modernas, em que a componente social é incluída no modelo de negócio, do que para as teorias neoliberais, defensoras de uma estrita separação do económico e do social. E, embora o modelo constitucional possa considerar-se pouco elaborado em termos económicos se tivermos em conta as existentes correntes de pensamento na matéria (a ênfase é dada, como se viu, à componente social e à sustentabilidade transgeracional), também se afigura mais próximo das teorias do valor partilhado (*shared value*) de PORTER & KRAMER (2011) – tenha-se presente o aludido binómio do desenvolvimento «económico e social» – e, inclusive, das teorias pluralistas da equipa de produção (*team production theory*), ou do investimento específico, de BLAIR & STOUT (1999), e das partes interessadas (*stakeholder theory*), na medida em que esta se distinga da RSE, do que da doutrina da criação de valor para o acionista (*shareholder value*).

Quer dizer, no artigo 64.º, n.º 1, do CSC, o interesse da sociedade a definir em concreto e a prosseguir pelos gerentes e administradores não tem de se reconduzir ao mero *interesse comum dos sócios*, à maximização do fim comum lucrativo ou máxima criação de riqueza/valor em benefício de todos eles, ainda que numa ótica de longo prazo, levando em conta os interesses de outros intervenientes – consumidores, trabalhadores, credores, etc. – apenas na medida em que tal seja relevante para essa maximização. Com efeito, por um lado, os próprios termos do preceito, apesar da sua ambiguidade (ANTUNES, 2017, p. 336, SERRA, 2011, p. 212), permitem uma conceção pluralista do interesse social, ao mandar atender aos interesses de longo prazo dos sócios e, simultaneamente, ponderar os de outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade (designadamente, trabalhadores, clientes e credores) (cf.

também F. GOMES, 2007, p. 566). Por outro lado, a sua leitura à luz da Constituição aponta para uma interpretação deste tipo.

Trata-se, é certo, de uma conceção pluralista mitigada, porque a lei não impõe a participação dos trabalhadores na gestão, dada a regra da designação/eleição e da livre destituibilidade dos gerentes e administradores pela coletividade dos sócios, atenta a ausência de mecanismos de defesa contra um eventual sacrifício injusto ou injustificado dos interesses potencialmente conflitantes com os dos sócios, etc. [cf. ABREU, 2010, pp. 17 *et seq.*, e COSTA & DIAS, 2010, pp. 736 *et seq.*]. Mas traduz o «espírito do sistema», legitima uma atuação mais abrangente dos gerentes e administradores que a autorizada pela conceção tradicional do interesse social (incluindo medidas de RSE: GOMES SEGADE, 2011, pp. 352 *et seq.*) e deixa espaço para uma possível intervenção do direito recomendatório (*soft law*), mormente das regras de boa governança (cf. também SERRA, 2011, pp. 252 *et seq.*). Permite, assim, uma maior atenção a critérios de atuação como os da responsabilidade ambiental e transgeracional, da conciliação do desenvolvimento económico da empresa societária com o desenvolvimento social da comunidade em que ela se insere, integrando esta componente social no modelo de negócio, etc.; atendendo não apenas ao estrito direito legislado, mas também aos princípios e adicionais normas éticas e de boa conduta.

Vendo, ainda, as coisas por um outro prisma, mais técnico-jurídico, pode afirmar-se que as perspetivas financialistas do artigo 64.º, n.º 1, do CSC têm na base uma visão «dominial» da sociedade, mormente das sociedades por quotas e anónimas. Note-se que a circunstância de o legislador ter abolido em 2011 a exigência de capital mínimo nas primeiras não se opõe a semelhante visão. Apenas torna mais evidente que está em causa a «propriedade» implicada na liberdade económico-productiva: a SQ, como a respetiva empresa, enquanto centro de atividade económico-productiva com valor e podendo funcionar como mecanismo de acumulação de capital, é o resultado da iniciativa empresarial dos respetivos fundadores, aderentes e respetivos sucessores, com um implicado princípio de apropriação de tal resultado (cf. MENDES, 2010, p. 1214, e, a respeito da liberdade profissional, MIRANDA & MEDEIROS, 2010, p. 968).

Resumidamente, o quadro é este:

- i) A sociedade é uma pessoa coletiva integrada pelos sócios, que detêm o *direito ao seu valor líquido ou residual* – valor que se projeta nas suas esferas jurídicas individuais através das parti-

cipações sociais, que podem realizar negociando estas, e de que podem apropriar-se mediante distribuições de dividendos ou de capital exuberante (neste caso, reduzindo o capital estatutário), através da amortização e aquisição de quotas e ações próprias, da dissolução e liquidação da sociedade, etc. – e formam um órgão detentor do *poder de domínio* da mesma, envolvendo designadamente a faculdade de designação e destituição dos titulares dos outros órgãos sociais, em que avulta o órgão de administração, o poder de conformar estatutariamente e o poder de decidir acerca do seu destino. Nesta medida, dentro de certos limites, a sociedade é deles, está ao serviço do seu interesse comum, devendo os respetivos gerentes e administradores maximizar a criação de valor ou riqueza para eles, numa ótica de longo prazo.

- ii) A sociedade pessoa jurídica, assim entendida, desenvolve uma atividade económica, através de uma organização produtiva de mercado predisposta para o efeito – tipicamente uma empresa –, que lhe é exterior e da qual ela é titular (da qual tem o «domínio»). Esta é *coisa sua*, de que ela pode usufruir e de que pode dispor, para realização dos seus fins; de tal modo que os sócios se consideram indiretamente, através desta sua sociedade, os beneficiários da riqueza que tal empresa produz e podem dela dispor, também de forma indireta, alienando em globo as participações.
- iii) Quer os trabalhadores ou colaboradores, quer os fornecedores e subcontratados industriais, quer os distribuidores e os consumidores da empresa são, portanto, exteriores à sociedade; outro tanto sucedendo com as comunidades em que a atividade é desenvolvida. Os próprios credores – mormente financiadores mas também trabalhadores, fornecedores, etc., embora se liguem, nesta qualidade de credores, à sociedade – são-lhe exteriores e assumem tal condição, tipicamente, em atenção à empresa (à sua capacidade para gerar um fluxo monetário suficiente para pagar pontualmente os créditos).
- iv) A *governança* respeita à sociedade e portanto aos sócios; é um assunto do interesse destes. Os outros interessados serão apenas seus beneficiários indiretos.

A perspetiva constitucional, de pendor institucionalista, como se expôs, é distinta. No centro está o sistema produtivo, motor de um desenvol-

vimento económico e social sustentável no plano transgeracional: (i) eficaz na prossecução do objetivo último da criação de uma sociedade de bem-estar (económico e social) na qual as pessoas tenham uma vida com qualidade e possam realizar-se, pessoal e profissionalmente (desenvolvendo livremente a sua personalidade) [cf., designadamente, os artigos 81.º, alínea *a*), 26.º, n.º 1, 59.º, n.º 1, alínea *b*), 61.º, n.º 1, e 66.º da CRP]; e (ii) eficiente na sua organização e no seu funcionamento, ou seja, atingindo os seus fins com o menor custo possível, no quadro de uma concorrência que se pretende efetiva, equilibrada e salutar, benéfica para os consumidores e a sociedade em geral [cf., designadamente, os artigos 81.º, alínea *f*), 99.º, alíneas *a*) a *c*), 60.º e 81.º, alínea *i*), da CRP]. Trata-se de um sistema de organizações produtivas [essencialmente, empresas: cf., e.g., os artigos 80.º, alínea *c*), e 86.º, 100.º, alíneas *c*) a *e*), e 93.º, n.º 1, alínea *b*), e MENDES, 2012] capazes de criar riqueza social, não apenas individual, e elas próprias uma forma de riqueza com dimensão social. Nele as formas ou estruturas jurídicas, designadamente societárias, são secundárias ou instrumentais.

Noutros termos, para a Constituição, o que releva são unidades produtivas ou centros de atividade produtiva, enquanto sistemas sociais e económicos (e também jurídicos porque o direito é um elemento decisivo de coesão dos mesmos) integrados no tecido produtivo nacional. As sociedades de direito comercial – cujo objeto é o exercício de uma atividade criadora de riqueza, via de regra através de uma empresa – formam, com as respetivas empresas, outros tantos centros de atividade produtiva, autónomos ou integrados num centro mais vasto, a empresa plurissocietária (com uma instância de comando societária). Para determinados efeitos, é possível distinguir a superestrutura societária e a infraestrutura empresarial. Porém, numa perspetiva socioeconómica global, o que conta é a unidade formada por ambas essas componentes, com um órgão de governo ou administração comum às duas.

Por conseguinte, no artigo 64.º, n.º 1, o órgão de administração não pode ver-se como um mero gestor dos interesses dos sócios. Mesmo quando se tenha da sociedade uma perspetiva dualista – de sujeito de direito (*pessoa*), titular de um património (máxime, empresarial), e de objeto de atribuição jurídica aos sócios (*coisa* produtiva) (IWAI, 1999) –, a situação não muda substancialmente: o órgão de administração gere sempre um centro de atividade produtiva que coenvolve uma multiplicidade de interesses. O que, nesta visão, pertence aos sócios não é uma coisa qualquer, mas uma organização socioeconómica de mercado com uma

pluralidade de outros interessados. Quer se trate de uma sociedade-empresa (ou empresa plurissocietária) com sede e atividade em Portugal, quer de uma empresa plurissocietária multinacional com implantação no país, inserida no tecido socioproductivo nacional, enquanto componente deste, ela não pode ser artificialmente separada em superestrutura societária, dos sócios, com um bom governo no interesse destes, e infraestrutura empresarial, com gestão, pura e simplesmente, subordinada ou funcionalizada a tal interesse, dentro dos limites da lei e do contrato.

Aceitando-se tal perspectiva, a *governança* de que nos ocupamos não é, afinal, apenas uma governança societária, mas *societário-empresarial*, envolvendo outros interessados para além dos sócios, órgãos e titulares de órgãos sociais. Espera-se que ela contribua não exclusivamente para a maximização de fluxos financeiros em benefício dos sócios, mas, mais latamente, para a criação de riqueza *social* (nacional), de forma sustentável e numa ótica de longo prazo, tendencialmente transgeracional.

Neste sentido, o ambiente, a qualidade de vida, a saúde, a valorização do capital humano e intelectual (conhecimento) e valores análogos da comunidade em que a atividade é exercida – encarada como comunidade transgeracional – deverão olhar-se como parte integrante da estratégia empresarial ou modelo de negócio; não como mera fonte de custos financeiros adversos, a minimizar para maximização do lucro dos sócios. O desafio estará então em conceber modelos de gestão capazes de, neste quadro pluralista e integrado, assegurar a necessária competitividade e eficiência das organizações. A governança societário-empresarial também terá a ver com isso.

Não é seguramente tarefa fácil conseguir tal competitividade e eficiência; sobretudo no atual sistema economicamente globalizado, dominado por grandes multinacionais, «jogando» estas com poderes estaduais fragmentários, descoordenados e assimétricos, e explorando a concorrência entre Estados que procuram atingir objetivos de crescimento, muitas vezes com a visão de curto prazo favorecida pelo princípio democrático (cf., designadamente, QUAIREL-LANOISELEE, 2011, ROBÉ, 2013, JENSEN, 2002, e CORDEIRO, 2011, p. 888). Para os partidários das teorias financeiras dominantes, isso mostra-se mesmo impossível: quem tem preocupações sociais, com o ambiente, etc., será, *coeteris paribus*, menos competitivo que quem segue o modelo dominante da criação de valor para os sócios [cf., e.g., JENSEN, 2002]. Note-se, em todo o caso, que Eccles *et alii* concluíram num estudo recente (2014) que, numa ótica de longo prazo, o desempenho financeiro das organizações produtivas (sociedades

anónimas) que incorporam na respetiva estratégia e modelo de negócio políticas ambientais e sociais pode ser superior ao das que não o fazem.

O panorama existente das teorias alternativas ao modelo dominante é muito diversificado e em evolução. Enquanto este é fácil de entender e de operar, os modelos alternativos são em geral complexos e de contornos menos bem definidos. Mas uma coisa parece certa: os atuais desafios da humanidade – no campo da segurança, da saúde, do ambiente e qualidade de vida, etc. – são tão grandes, que, sem o envolvimento ativo dos potentados económicos, existentes e vindouros, não parecem ter solução à vista.

A autorregulação e a adesão a regras de boa governança económica e social poderão dar o seu contributo para esse envolvimento. Importa, no entanto, reconhecer que se trata mais de um possível (e desejável) programa de ação do que de uma realidade atual. Existem experiências que se afiguram animadoras no campo da criação de valor partilhado (mas cf., *e.g.*, a crítica de CRANE *et al.*, 2014, em diálogo com PORTER e KRAMER), da responsabilidade social das empresas, etc., mas a sua expressão global apresenta-se limitada.

BLAIR & STOUT (1999) e STOUT (2015), a respeito da sociedade aberta norte-americana, defendem igualmente um modelo alternativo, tendo como conceito central o investimento específico de partes interessadas que vão para além dos acionistas, aludindo a última autora, inclusive, à vertente intergeracional nele descortinável, mas também ele foi sujeito a críticas (cf., *v.g.*, BAINBRIDGE, 2003 e 2015). Na Europa, podem referir-se, por exemplo, Moczaldo (2015), confrontando a doutrina de Porter e Kramer com a estratégia europeia da RSE/CSR, Champaud, com a sua doutrina da empresa (2011; mas cf. a crítica de ROBÉ, 2013), e Sacconi (*v.g.*, 2004 e 2012), este propondo um modelo multilateral e multifiduciário, tendente a conciliar, mormente na sociedade anónima, os aspetos sociais e ambientais com a eficiência económica, através de um pacto fundacional com dois níveis: um de união ou cooperação (legitimador e organizador, fonte de deveres fiduciários, etc.) e o outro de sujeição (criando uma estrutura de governo, uma «autoridade» capaz de, dentro dos limites daquele, tornar o funcionamento da organização operacional e eficiente). Todavia, sobretudo no atual panorama global, caracterizado, como se observou, por uma forte e mesmo cortante concorrência económica, pela existência de multinacionais com dimensão e estratégia planetárias, e por poderes estaduais fragmentários, a expressão e efetividade práticas de tais modelos alternativos afiguram-se, para já, limitadas.

Bibliografia referenciada

- ABREU, 2010. J. M. Coutinho de Abreu, “Corporate Governance em Portugal”, in IDET, *Miscelâneas*, n.º 6, Coimbra: Almedina, pp. 6-47
- ABREU, 2013. J. M. Coutinho de Abreu (ed.), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. VI, Coimbra: Almedina
- ABREU, 2013a. “Negócios entre Sociedade e Partes Relacionadas (Administradores, Sócios)”, *Direito das Sociedades em Revista*, 9 (2013), pp. 13-25 (cit. 2013a)
- ABREU, 2015. J. M. Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial*, vol. II – *Das Sociedades*, Coimbra: Almedina (5.ª ed.)
- ALVES, 2007. Carlos F. Alves, “Uma Perspetiva Económica sobre as (Novas) Regras de Corporate Governance do Código das Sociedades Comerciais”, in *A Reforma do Código das Sociedades Comerciais, Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raul Ventura*, ed. António Menezes Cordeiro & Paulo Câmara, Coimbra: Almedina, pp. 173-95
- ANTUNES, 2017. José Engrácia Antunes, *Direito das Sociedades*, Porto (7.ª ed.)
- ANTUNES & FUENTES NAHARRO, 2016. J. Engrácia Antunes & Mónica Fuentes Naharro, “Directors’ Duties and conflicts of Interest in the EMCA”, *ECFR*, 13/2 (2016), pp. 269-276
- BAINBRIDGE, 2003. Stephen Bainbridge, “Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance”, *Northwestern University Law Review*, 97 (2003), pp. 547-600, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=300860 (última consulta: 9.01.2017)
- BAINBRIDGE, 2008. Stephen Bainbridge, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, Oxford: Oxford University Press
- BAINBRIDGE, 2015. Stephen Bainbridge, “The Case Against Blair & Stout’s Team Production Model”, disponível em: <http://www.professorbainbridge.com/professor-bainbridge.com/2015/01/the-case-against-blair-stouts-team-production-model.html> (última consulta: 9.01.2017)
- BLAIR & STOUT, 1999. Margaret Blair & Lynn Stout, “A Team Production Theory of Corporate Law”, *Virginia Law Review*, 85 (1999), pp. 247-328
- BRIAND, 2012. Danièle Briand, “La Responsabilité sociale de l’Entreprise”, in *L’entreprise dans la société du 21^e siècle*, ed. Claude Champaud, Bruxelas: Larcier, p. 57-83
- BUYSSSE, 2009. Paul Buysse et al., *Code Buysse II – Corporate governance. Recommandations à l’attention des entreprises non cotées en bourse* (2009), disponível em: http://www.codebuysse.com/downloads/CodeBuysseII_FR.pdf (última consulta: 17.01.2017)
- CÂMARA, 2002. Paulo Câmara, “Códigos de Governo das Sociedades”, *Cadernos MYM*, 15 (2002), pp. 65-90
- CÂMARA, 2008. Paulo Câmara, “O Governo das Sociedades e a Reforma do CSC”, in *Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, ed. Paulo Câmara et al., Coimbra: Almedina, pp. 9-141

- CÂMARA, 2010. Paulo Câmara, “Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro: Um Retrato Anatômico”, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro*, ed. Paulo Câmara et al., Coimbra: Almedina, pp. 9-74
- CÂMARA, 2011. Paulo Câmara, “Vocação e influência universal do *corporate governance*: uma visão transversal sobre o tema”, in *O Governo das Organizações – A vocação universal do corporate governance*, ed. Paulo Câmara et al., Coimbra: Almedina, pp. 13-42
- CÂMARA, 2016. Paulo Câmara, “O Governo dos Bancos: Uma Introdução”, in *A Governação dos Bancos nos Países Lusófonos*, ed. Paulo Câmara et al., Coimbra: Almedina, pp. 13-62
- CÂMARA et al., 2010. Paulo Câmara et al. (ed.), *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro*, Coimbra: Almedina
- CÂMARA et al., 2011. Paulo Câmara et al. (ed.), *O Governo das Organizações – A vocação universal do corporate governance*, Coimbra: Almedina
- CÂMARA et al., 2015. Paulo Câmara et al. (ed.), *A Designação dos Administradores*, Coimbra: Almedina
- CÂMARA et al., 2016. Paulo Câmara et al., *A Governação dos Bancos nos Países Lusófonos*, Coimbra: Almedina
- CANOTILHO & MOREIRA, 2007. J. J. Gomes Canotilho & Vital Moreira, *Constituição da República Portuguesa Anotada*, vol. I, Coimbra: Coimbra Editora
- CATARINO, 2014. Luís Catarino, *O Novo Regime da Administração Independente: Quis custodiet ipsos custodes?*, Coimbra: CEDIPRE/FDUC, disponível em: http://www.fd.uc.pt/cedipre/publicacoes/online/public_16.pdf (última consulta: 4.01.2017)
- CHAMPAUD, 2011. Claude Champaud, *Manifeste pour la doctrine de l'entreprise. Sortir de la crise du financialisme*, Bruxelas: Larcier
- CHAMPAUD, 2012. Claude Champaud, “Fondements, permanence et avenir de la Doctrine de l'entreprise”, in *L'entreprise dans la société du 21^e siècle*, ed. Claude Champaud, Bruxelas: Larcier, pp. 183-224
- CHAMPAUD, 2012. Claude Champaud (ed.), *L'entreprise dans la société du 21^e siècle*, ed. Claude Champaud, Bruxelas: Larcier
- CLR STEERING GROUP, 1999. The Company Law Review Steering Group, *Modern Company Law for a Competitive Economy: The Strategic Framework* (1999), disponível em: <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file23279.pdf> (última consulta: 17.01.2017)
- CMVM, 2013. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, *Código de Governo das Sociedades (Recomendações 2013)*, disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Documents/C%C3%B3digo%20de%20Governo%20das%20Sociedades%202013.pdf> (última consulta: 12.01.2016);
- CMVM, 2013. Regulamento 4/2013, disponível em: http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Reg_2013_04.aspx (última consulta: 9.01.2017);

- CMVM & IPCG, Comunicado conjunto da CMVM e do IPCG de 16.03.2016, disponível no sítio de ambas as entidades: http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=1085&Itemid=1 (consultado em 12.12.2016)
- COMISSÃO EUROPEIA, 2011. Comissão Europeia, *O Quadro da UE do Governo das Sociedades*: COM(2011), 164 final (Livro Verde). Disponível, por exemplo, em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_pt.pdf;
- COMISSÃO EUROPEIA, 2001. Comissão Europeia, *GREEN PAPER – Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility*, DOC/01/9 (18.07.2001), COM(2001), 366 final
- COMISSÃO EUROPEIA, 2011a. Comissão Europeia, *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões. Responsabilidade social das empresas: uma nova estratégia da UE para o período de 2011-2014*, COM(2011), 681 final (25.10.2011)
- COMISSÃO EUROPEIA, 2011b. Comissão Europeia, *Corporate Social Responsibility: a new definition, a new agenda for action*, MEMO/11/730 (25.10.2011), disponível em http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-11-730_en.htm (última consulta, 17.03.2017)
- COMISSÃO EUROPEIA, 2012. Comissão Europeia, *Plano de ação: Direito das Sociedades Europeu e Governo das Sociedades – Um Quadro Jurídico Moderno com Vista a uma Maior Participação dos Acionistas e a Sustentabilidade das Empresas, Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões*, COM(2012), 740 Final (12.12.2012)
- CONFRARIA, 2011. João Confraria, *Regulação e Concorrência, Desafios do século XXI*, 2.ª edição, Lisboa: Universidade Católica Editora
- CONTIN, 2012. Raphaël Contin, “Les approches sociétales de l’Entreprise: une option vitale pour nos sociétés développées”, in *L’entreprise dans la société du 21^e siècle*, ed. Claude Champaud, Bruxelas: Larcier, p. 101-104
- CORDEIRO, 2011. A. Menezes Cordeiro, *Direito das Sociedades*, vol. I – Parte Geral, Coimbra: Almedina
- COSTA & DIAS, 2010. Ricardo Costa & Gabriela Figueiredo Dias, “Anotações ao Artigo 64.º do CSC”, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. I, ed. J. M. Coutinho de Abreu, Coimbra: Almedina
- CRANE, PALAZZO, SPENCE & MATTEN, 2014. Andrew Crane, Guido Palazzo, Laura J. Spence, Dirk Matten, “Contesting the Value of ‘Creating Shared Value’”, *California Management Review*, 56 (2014), pp. 130-49, com resposta de Porter e Kramer, pp. 149-51, e réplica daqueles, pp. 151-53; texto disponível em: <http://www.dirkmatten.com/Papers/C/Crane%20et%20al%202014%20in%20CMR.pdf> (última consulta: 17.02.2017)
- CUNHA, 2011. Carolina Cunha, “Anotação aos Artigos 186.º e 240.º”, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. 3, ed. J. M. Coutinho de Abreu, Coimbra: Almedina
- OLAVO CUNHA, 2016. Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais*, Coimbra: Almedina (6.ª ed.)

- OLAVO CUNHA, 2016. Paulo Olavo Cunha, “Reforma e Pensão de Administradores (A Cargo da Sociedade Administrada)”, in *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*, ed. Rui Pinto Duarte, Pedro Pais de Vasconcelos & J. M. Coutinho de Abreu, pp. 305-38
- DALLAS & PITT-WATSON, 2016. George Dallas & David Pitt-Watson, *Corporate Governance Policy in the European Union through an Investor’s Lens*, ed. CFA Institute, disponível em <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2016.n6.1> (última consulta: 17.02.2017)
- DANET, 2012. Didier Danet, “Pour en finir avec le financialisme: la Doctrine de l’entreprise”, in *L’entreprise dans la société du 21^e siècle*, ed. Claude Champaud, Bruxelas: Larcier, pp. 35-55
- DIAS, 2014. Gabriela Figueiredo Dias, “Financiamento e Governo das Sociedades (Debt Governance): O Terceiro Poder”, in *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*, ed. Rui Pinto Duarte, Pedro Pais de Vasconcelos & J. Coutinho de Abreu, pp. 359-83; ver Costa
- ECCLES, IOANNOU & SERAFEIM, 2011. Robert G. Eccles, Ioannis Ioannou & George Serafeim, “The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance”, *Management Science*, 60 (2014), pp. 2835-57. A versão consultada é de 2011, revista em 2012; disponível, por exemplo, em: <http://www.nber.org/papers/w17950>; http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/SSRN-id1964011_6791edac-7daa-4603-a220-4a0c6c7a3f7a.pdf (última consulta: 17.01.2017)
- ECODA, 2015. Confédération Européenne des Associations d’ADMINISTRATEURS/ European Confederation Of Directors’ Associations, *A Guide to Corporate Governance Practices in the European Union*, IFC 2015, disponível em: http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/c44d6d0047b7597bb7d9f7299ede9589/CG_Practices_in_EU_Guide.pdf?MOD=AJPERES (última consulta: 25.02.2017)
- ESPÍRITO SANTO, 2014. João Espírito Santo, *Exoneração do sócio no direito societário-mercantil português*, Coimbra: Almedina
- FERREIRA *et al.*, s/d. Luís Ferreira *et al.*, *Manual de Boas Práticas. O Desafio da Sucessão Empresarial em Portugal*, ed. Paulo Nunes de Almeida, AEP, s/d, disponível em http://sucessaoempresarial.aeportugal.pt/documents/SUCCESS%C3%83O_Manual%20de%20Boas%20Pr%C3%Alticas.pdf;
- FERREIRA *et al.*, 2011. Luís Ferreira *et al.*, *Livro Branco da Sucessão Empresarial*, ed. Paulo Nunes de Almeida, AEP, disponível em http://sucessaoempresarial.aeportugal.pt/documents/SUCCESS%C3%83O_Livro%20Branco.pdf (última consulta: 17.01.2017.)
- FERREIRA, 2016. Miguel Ferreira, “Política de Remuneração e Risco”, in *A Governação de Bancos nos Sistemas Jurídicos Lusófonos*, ed. Paulo Câmara *et al.*, Coimbra: Almedina, pp. 211-24
- FRADA, 2014. M. Carneiro da Frada, “‘Ou cumpres ou explicas-te!’ Sobre a *soft law* no governo societário», in *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*, ed. Rui Pinto Duarte, Pedro Pais de Vasconcelos & J. Coutinho de Abreu, Coimbra: Almedina, pp. 339-43

- FREEMAN, 1984. R. Edward Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston: Pitman
- FREEMAN *et al.*, 2004. Edward Freeman, Andrew Wicks & Bidhan Parmar, “The Corporate Objective Revisited”, *Organization Science*, 15/3 (2004), pp. 364-369
- FREEMAN, HARRISON, WICKS, PARMAR & COLE, 2010. Edward Freeman, Jeffrey Harrison, Andrew Wicks, Bidhan Parmar & Simone de Cole, *Stakeholder Theory. The State of the Art*, Cambridge: Cambridge University Press
- FRIEDMAN & MILES, 2002. Andrew L. Friedman & Samantha Miles, *Stakeholders: Theory and Practice*, Oxford: Oxford University Press
- FRIEDMAN, 1962. Milton Friedman, *Capitalism and Freedom*, Chicago: University of Chicago Press
- FRIEDMAN, 1970. Milton Friedman, “The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits», *NY Times Magazine*, 13.09.1970
- GARCIA, 2007. Maria da Glória Garcia, *O Lugar do Direito na Proteção do Ambiente*, Coimbra: Almedina
- GARCIA & MATIAS, 2010. Maria da Glória Garcia & Gonçalo Matias, “Anotação ao Artigo 66.º”, in *Constituição Portuguesa Anotada*, vol. I, ed. Jorge Miranda & Rui Medeiros, 2.ª edição, Coimbra: Coimbra Editora
- GIÃO, 2010. João Sousa Gião, “Conflitos de Interesses entre Administradores e os Acionistas na Sociedade Anónima: Os Negócios com a Sociedade e a Remuneração dos Administradores”, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro*, ed. Paulo Câmara *et al.*, pp. 215-91
- F. GOMES, 2007. Fátima Gomes, «Reflexões em torno dos deveres fundamentais dos membros dos órgãos de gestão (e fiscalização) das sociedades comerciais à luz da nova redação do artigo 64.º do CSC», in *AAVV, Nos 20 anos do CSC. Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, II, Coimbra Editora 2007, pp. 551-569
- F. GOMES, 2011. Fátima Gomes, “Remuneração de administradores de sociedades anónimas ‘cotadas’, em geral e no setor financeiro”, in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, ed. Rui Pinto Duarte, Pedro Pais de Vasconcelos & J. Coutinho de Abreu, Coimbra (Almedina) 2011, pp. 297-333
- F. GOMES, 2011a. Fátima Gomes, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Comerciais*, Coimbra: Almedina
- J. GOMES, 2015. José Ferreira Gomes, *Da Administração à Fiscalização das Sociedades. A Obrigação de Vigilância dos Órgãos da Sociedade Anónima*, Coimbra: Almedina
- J. GOMES, 2010. José Ferreira Gomes, “Conflitos de Interesses entre Acionistas nos Negócios Celebrados entre a Sociedade Anónima e o seu Acionista Controlador”, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro*, ed. Paulo Câmara *et al.*, Coimbra: Almedina, pp. 75-213
- GOMEZ SEGADE, 2011. J. A. Gomez Segade, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, ed. de José Lebre de Freitas *et al.*, Coimbra: Almedina, pp. 345-356

- GONÇALVES, 2011. Diogo Costa Gonçalves, “O Governo das Sociedades por Quotas – Breves Reflexões sobre a Celebração de Negócios entre o Gerente e a Sociedade”, in *O Governo das Organizações – A Vocação Universal do Corporate Governance*, Coimbra: Almedina, pp. 95-123
- G20/OCDE, *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE* (2015), disponível em: http://www.oecd-ilibrary.org/governance/principios-de-governo-das-sociedades-do-g20-ocde_9789264259195-pt;jsessionid=15ka7cgsjonj3.x-oecd-live-02 (última consulta: 9.01.2017)
- HENDERSON, 2011. Gail Elizabeth Henderson, “A Fiduciary Duty to Minimize the Corporation’s Environmental Impacts”, University of Oslo Faculty of Law Research Paper No. 2011-32 (September 22, 2011), disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1932032> (última revisão: 17.11.2016)
- HENDERSON, 2011. Gail Elizabeth Henderson, “A Fiduciary Duty to Minimize the Corporation’s Environmental Impacts”, *International and Comparative Corporate Law Journal*, 9 (2013), pp. 67-95, disponível em: https://www.researchgate.net/publication/283513682_A_FIDUCIARY_DUTY_TO_MINIMIZE_THE_CORPORATION’S_ENVIRONMENTAL_IMPACTS: (última consulta: 9.01.2017)
- HOPT, 2008. Klaus Hopt, “Desenvolvimentos Recentes da *Corporate Governance* na Europa. Perspetivas para o Futuro”, in IDET, *Miscelâneas*, n.º 5, Coimbra: Almedina, pp. 7-39
- IBCG, 2015. Instituto Brasileiro de Governança corporativa, *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* (2015), disponível em: <http://www.ibgc.org.br/index.php/publicacoes/codigo-das-melhores-praticas> (última consulta: 7.01.2017)
- IPCG, 2016. Instituto Português da Corporate Governance, *Código de Governo das Sociedades 2016* (Projeto), disponível em: http://www.cgov.pt/ficheiros/Codigo_maior_2016_versao_para_consulta_VF.pdf (última consulta: 3.01.2017)
- IRN, 2006. Instituto dos Registos e Notariado (IRN), *Pactos [Sociais (modelos)]*, disponíveis em: http://www.empresanahora.mj.pt/ENH/sections/PT_pactos (última consulta: 3.01.2017)
- IWAI, 1999. Katsuhito Iwai, “Persons, Things and Corporations: The Corporate Personality Controversy and Comparative Corporate Governance”, *The American Journal of Comparative Law*, 47 (1999), pp. 583-632
- JENSEN, 2002. Michael C. Jensen, “Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function”, *Business Ethics Quarterly*, 12 (2002), pp. 235-56
- JOÃO PAULO II, 1991. Papa João Paulo II, Encíclica *Centesimus Annus*, Roma
- JOHNSON, 2013. Lyman Johnson, *Law and the History of Corporate Responsibility: Corporate Governance*, University of St. Thomas Law 10/4 (2013), pp. 974-990
- KERR, JANDA & PITTS, 2009. Michael Kerr, Richard Janda & Chip Pitts, *Corporate Social Responsibility – A Legal Analysis*, Toronto: LexisNexis
- LOPES, 2013. João Dias Lopes, “Governo da sociedade anónima e negócios com acionistas de controlo”, *Revista de Direito das Sociedades*, VI (2013), 1/2, pp. 77-165
- MAIA, 2002. Pedro Maia, *Funções e Funcionamento do Conselho de Administração da Sociedade Anónima*, Coimbra: Almedina

- MAIA, 2012. Pedro Maia, “Corporate Governance em Portugal”, in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, ed. Fábio Coelho & Maria de Fátima Ribeiro, Coimbra: Almedina, pp. 43-86
- MARTINS, 1998. A. Soveral Martins, *Os Poderes de Representação dos Administradores das Sociedades Anónimas*, Coimbra: Coimbra Editora
- MARTINS, 2006. A. Soveral Martins, *Cláusulas do contrato de sociedade que limitam a transmissibilidade das ações*, Coimbra: Almedina
- MARTINS, 2014. A. Soveral Martins, “Soft? Not Soft Enough? Too Soft? Leitura Crítica de algumas Soluções Contidas nos Códigos de Governo das Sociedades em Portugal”, in *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*, ed. Rui Pinto Duarte, Pedro Pais de Vasconcelos, Coimbra: Almedina, pp. 345-57
- MARTINS, 2014. A. Soveral Martins, “Governança das Empresas Familiares em Portugal. Algumas Notas sobre as Sociedades por Quotas”, *Direito das Sociedades Revista* 15 (2016), pp. 13-27
- MAY, 2016. Theresa May, Discurso de 11.07.2016, disponível no site do IPCG: <http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/theresa-may-july-11-speech.pdf>. Última consulta: 4.01.2017
- MEIRA, 2014. Deolinda Meira, “A Governação Cooperativa – Encontros e Desencontros com a Governação Societária”, in *III Congresso Direito das Sociedades em Revista* (2014), pp. 385-410
- MENDES, 2012. Evaristo Mendes, “Constituição e Direito Comercial”, in *Estudos de Homenagem ao Professor Doutor Jorge Miranda*, ed. Paulo Otero, Fausto de Quadros & Marcelo Rebelo de Sousa, vol. I, Coimbra (Almedina) 2012, pp. 635-71
- MENDES, 2012. Evaristo Mendes, “Modelo Económico Constitucional e Direito Comercial”, in *Direito Comercial e Societário. Estudos em memória do Prof. Doutor Paulo M. Sendin*, Lisboa: Universidade Católica Editora, pp. 167-251
- MENDES, 2012. Evaristo Mendes, “Exoneração de Sócios”, in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, ed. Rui Pinto Duarte, Pedro Pais de Vasconcelos & J. Coutinho de Abreu, Coimbra: Almedina, pp. 13-89
- MENDES, 2015. Evaristo Mendes, “Aval Prestado por Sócios de Sociedades por Quotas e Anónimas e Perda da Qualidade de Sócio”, *Revista de Direito das Sociedades*, VII (2015), pp. 587-616
- MENDES, 2010. Evaristo Mendes, “Anotação ao Artigo 61.º”, in *Constituição Portuguesa Anotada*, vol. I, ed. Jorge Miranda & Rui Medeiros, 2.ª edição, Coimbra: Coimbra Editora
- MIRANDA & MEDEIROS, 2010. Jorge Miranda & Rui Medeiros, “Anotação ao Artigo 47.º”, in *Constituição Portuguesa Anotada*, vol. I, ed. Jorge Miranda & Rui Medeiros, 2.ª edição, Coimbra: Coimbra Editora
- MOCZALDO, 2015. Regina Moczaldo, “Creating Competitive Advantages – The European CSR-Strategy Compared with Porter’s and Kramer’s Shared Value Approach”, *Ekonomski Vjesnik/Econviews*, 28 (2015), pp. 243-256
- MOREIRA & MAÇÃS, 2003. Vital Moreira & Fernanda Maçãs, *Autoridades Reguladoras Independentes – Estudo e Projeto de Lei-Quadro*, Coimbra: Coimbra Editora

- NEVES, 2008. J. L. César das Neves – *Introdução à ética empresarial*, Cascais: Príncipe
- NUNES, 2016. Pedro Caetano Nunes, “Os Modelos de Governo das Sociedades Anónimas – Os Poderes-Deveres dos *Non-executive Directors*”, in *IV Congresso Direito das Sociedades em Revista*, pp. 51-77
- OCDE, *Les principes directeurs de l’OCDE à l’intention des entreprises multinationales / OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, 2011, disponíveis em: <http://www.oecd.org/corporate/mne/>. Existe também uma versão em português (Br), intitulada *Diretrizes da OCDE para as Empresas Multinacionais*; ver G20
- OLIVEIRA, 2017. Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Governo das Sociedades*, Coimbra: Almedina
- PADFIELD, 2015. Stephen Padfield, “Corporate Social Responsibility & Concession Theory”, *William & Mary Business Law Review*, 6/1 (2015), pp. 1-34
- PHILLIPS, 2003. Robert Phillips, *Stakeholder Theory and Organizational Ethics*, San Francisco: Barret-Koehler Publishers
- PHILLIPS, FREEMAN & WICKS, 2003. Robert Phillips, Edward Freeman & Andrew Wicks, “What Stakeholder Theory is not”, in *Business Ethics Quarterly*, vol. 13/4 (2003), pp. 479-502
- PINTO, 2013. Fernando Ferreira Pinto, *Contratos de Distribuição*, Lisboa: Universidade Católica Editora
- PORTER & KRAMER, 2011. Michael Porter & Mark Kramer, “Creating Shared Value: How to Reinvent Capitalism – And Unleash a Wave of Innovation and Growth”, *Harvard Business Review*, 89 (2011), pp. 62-77
- PORTER & KRAMER, 2006. Michael Porter & Mark Kramer, “Strategy & Society: The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility”, *Harvard Business Review*, 84 (2006), pp. 78-92
- QUAIREL-LANOISELEE, 2016. Françoise Quairel-Lanoiselee, “Are Competition and Corporate Social Responsibility Compatible? – The Myth of Sustainable Competitive Advantage”, *Society and Business Review*, 11 (2016), pp. 130-154
- RAHIM, 2014. Mia Mahmudur Rahim, “The Rise of Enlightened Shareholder Primacy and Its Impact on the US Corporate Self-Regulation”, *International Company and Commercial Law Review*, 12 (2014), pp. 409-417, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2639919> (última consulta: 9.01.2017)
- REGÊNCIO, 2016. João Regêncio, “Negócios com partes relacionadas e deveres de informação”, *Direito das Sociedades em Revista*, 15 (2016), p. 197-236
- RIBEIRO, 2009. Maria de Fátima Ribeiro, *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração da Personalidade Jurídica”*, Coimbra (Almedina), 2009
- ROBÉ, 2013. Jean-Philippe Robé, “L’au-delà de la «doctrine de l’entreprise»”, “Dossier: Repenser le gouvernament des sociétés commerciales”, in *Cahiers de droit de l’entreprise*, n.º 2, março-abril de 2013, pp. 21-60, pp. 23 ss
- ROUSSEAU, 2012. Stéphane Rousseau, “La Stakeholder Theory: émergence et réception dans la gouvernance d’entreprise en Amérique du Nord”, in *L’entreprise dans la société du 21^e siècle*, ed. Claude Champaud, Bruxelles: Larcier, pp. 111-130

- SACCONI, 2004. Lorenzo Sacconi, “Responsabilità sociale come governance allargata d’impresa: un’interpretazione basata sulla teoria del contratto sociale e della reputazione”, *Liuc Papers n. 143, Serie Etica, Diritto ed Economia 11*, suppl. a febbraio 2004, disponível em: <http://www.biblio.liuc.it/liucpap/pdf/143.pdf>;
- SACCONI, 2012. Lorenzo Sacconi, “Corporate social responsibility and corporate governance”, *Econometrica*, Wp n.º 38 (2012), disponível em: <http://econometrica.it/wp/wp38.pdf>
- SACCONI, 2012. Lorenzo Sacconi, “Ethics, Economic Organisation and the Social Contract”, *Econometrica*, Wp n.º 41 (julho 2012), disponível em: <http://econometrica.it/wp/wp41.pdf> (consulta: 20.01.2017)
- SCHMIDT, 2002. Karsten Schmidt, *Gesellschaftsrecht*, Colónia: Carl Heymanns
- SERENS, 2014. M. Nogueira Serens, “Corporate-Sponsored Foundations: Altruísmo ou (ainda) Economicidade?”, in *III Congresso DSR*, Coimbra: Almedina, pp. 585-605
- SERRA, 2009. Catarina Serra, “A Responsabilidade Social das Empresas – Sinais de um Instituto Jurídico Iminente?”, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Manuel Henrique Mesquita*, vol. II, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 835 et seq.
- SERRA, 2011. Catarina Serra, «Entre Corporate Governance e Corporate Responsibility: Deveres fiduciários e “interesse social iluminado”», in *I Congresso DSR*, ed. Rui Pinto Duarte, Pedro Pais de Vasconcelos & J. Coutinho de Abreu, Coimbra: Almedina, pp. 211-258
- SILVA, 2010. Jorge Pereira da Silva, “Breve Ensaio sobre a Proteção Constitucional dos Direitos das Gerações Futuras”, in *Em Homenagem ao Professor Doutor Diogo Freitas do Amaral*, ed. João Caupers, Maria da Glória Garcia & Augusto de Athayde, Coimbra: Almedina, pp. 461-505
- SILVA, VITORINO, ALVES, CUNHA & MONTEIRO, 2006. Artur Santos Silva, António Vitorino, Carlos Francisco Alves, Jorge Arriaga da Cunha, Manuel Alves Monteiro, *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*, IPCG 2006, disponível em: http://www.ecgi.org/codes/documents/libro_bianco_cgov_pt.pdf (última consulta: 17.01.2017.)
- SONNIER, 2012. Norbert-Marie Sonnier, «La doctrine sociale de l’Église e l’entreprise dans la société du xx^e siècle», in *L’entreprise dans la société du 21^e siècle*, ed. Claude Champaud, Bruxelas: Larcier, pp. 105-109
- STOUT, 2015. Lynn Stout, “The Corporation As Time Machine: Intergenerational Equity, Intergenerational Efficiency, and the Corporate Form”, *Seattle University Law Review* 38 (2015), pp. 685-723. Ver Blair
- VENTURA, 1991. Raúl Ventura, *Sociedades por Quotas*, vol. III, Coimbra: Almedina
- WILLIAMS, 2017. Richard Williams, “Enlightened Shareholder Value in UK Company Law”, *UNSW Law Journal*, 35 (2012), pp. 360-377, disponível em: http://unswlawjournal.unsw.edu.au/sites/default/files/15_williams_2012.pdf (última consulta: 9.01.2017)
- R. XAVIER, 2016. Rita Lobo Xavier, *Planeamento Sucessório e Transmissão do Património à Margem do Direito das Sucessões*, Porto: Universidade Católica Editora
- V. XAVIER, 1976. Vasco Lobo Xavier, *Anulação de Deliberação Social e Deliberações Conexas*, Coimbra: Atlântida