

O ACTION PLAN DA COMISSÃO EUROPEIA E O CONTEXTO DA CORPORATE GOVERNANCE NO INÍCIO DO SÉC. XXI

JOÃO SOARES DA SILVA*

1- A generalização de um certo sentimento de que poderia haver uma “*debilidade sistémica*”¹ nas estruturas de governo societário à escala internacional – com a correspectiva ideia de que se imporia uma prioridade de restauração de confiança – é talvez um dos factores mais marcantes que poderíamos eleger para caracterizar a evolução deste domínio no início do corrente século.

Na última década do século vinte, com efeito, as grandes referências de evolução da chamada *corporate governance* – na definição sintética e clássica de Sir ADRIAN CADBURY, “*the system by which companies are directed and controlled*”² – tinham, apesar de tudo, um perfil de algum modo localizado ou circunscrito, contrastando com a explosão a que vimos assistindo nos primeiros anos do século actual.

Tinham-no, desde logo, os esforços pioneiros norte-americanos que estiveram na origem dos *Principles of Corporate Governance* publicados em 1994 pelo *American Law Institute*³, após um labor de mais de quinze anos.

Também em 1992, na sequência dos escândalos financeiros registados nas empresas do Grupo Maxwell, viu a luz, no Reino Unido, o *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*⁴, acompanhado de um *Code of Best Practice* e conhecido por *Cadbury Report*, que, representando um marco em escala mais ampla, teve todavia origem e contornos muito ligados à experiência britânica, dando, aliás, início a uma fase de especial dinamismo e intensidade de atenção inglesa às questões do governo das sociedades⁵.

No final da década de 90, por seu turno, foram mais proximamente os eventos da crise asiática que estiveram na origem da aprovação, em Maio de 1999, dos importantíssimos *OECD Principles of Corporate Governance*⁶ – que exerceram especial influência à escala mundial – os quais, atribuindo-se expressamente um carácter evolutivo e ajustável às circunstâncias, procuraram registar um conjunto de sugestões gerais, subordinadas à ideia directora central de que importava não cercear nem a flexibilidade de ajustamento (que é essencial à competitividade das empresas) nem a responsabilidade dos Estados pelo estabelecimento dos parâmetros

*- Advogado, sócio de Morais Leitão, Galvão Teles, Soares da Silva & Associados.

1- A expressão é do documento de trabalho da OCDE “*Survey of Corporate Governance Developments in OECD Countries*”, Janeiro de 2004

2- Uma noção mais extensiva é dada nos *OECD Principles of Corporate Governance de 1999*: “*Corporate governance involves a set of relationships between company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined*”.

O Plano de Acção da Comissão Europeia, adiante referido, invoca esta definição, acrescentando, de modo significativo para a orientação que revela: “*Corporate Governance essentially focuses on the problems that result from the separation of ownership and control, and addresses in particular the principal-agent relationship between shareholders and directors*”. Cfr. *infra*.

3- AMERICAN LAW INSTITUTE–*Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, St. Paul, Minesotta, 1994. Para uma alusão ao sistema destes *Principles*, três anos após a sua publicação, cfr. JOÃO SOARES DA SILVA, “Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades: os deveres gerais e a corporate governance”, in *Rev. Ord. Adv.*, Ano 57, II, Lisboa, 1997, que cremos ter sido o primeiro escrito jurídico em Portugal sobre a matéria. As posições que aí expressámos sobre a susceptibilidade de, à luz das normas portuguesas sobre deveres gerais dos administradores, serem transponíveis para o nosso direito alguns dos princípios subjacentes à chamada *business judgement rule*, orientações depois retomadas por PEDRO CAETANO NUNES, “Responsabilidade Civil dos Administradores perante os Accionistas”, Coimbra, Almedina, 2001, vieram recentemente a ter reflexo na jurisprudência portuguesa - cfr. sentença da 3ª Vara Cível -1ª Secção da Comarca de Lisboa, *CJ, Acórdãos do STJ*, nº 171, Ano XI, Tomo III/2003.

4- *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London, 1992

5- Para além de múltiplas iniciativas de diversos sectores sociais e dos mercados, algumas delas sob a forma de códigos e regras próprios, como no caso do PIRC (*Pension Investment Research Consultants Limited* - “*Corporate Governance 2000: PIRC’s Annual Review of Corporate Governance Trends and Structures in the FTSE All Share Index*”, Novembro 2000), ao *Cadbury Report* seguiu-se, em 1995, o *Greenbury Report* e, em 1998, o *Combined Code on Corporate Governance*, proposto pelo *Hampel Committee*, e adoptado pela *London Stock Exchange* como referência obrigatória dos relatórios de governo societário das empresas cotadas.

Em Maio de 2003, na sequência dos relatórios elaborados por Sir DEREK HIGGS (*Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors*) e Sir ROBERT SMITH (*Audit Committees – Combined Code Guidance*), ambos publicados em Janeiro de 2003, o *Financial Reporting Council* decidiu a produção de um *Combined Code* revisto, que, após um período de discussão pública, viria a ser aprovado em Julho de 2003 e a entrar em vigor em 1 de Novembro último.

6- *OECD Principles of Corporate Governance, Organization for Economic Cooperation and Development, 1997*

normativos e regulamentares por si próprios determinados (que é essencial à função política).

É a partir destes *OECD Principles*, de carácter muito genérico e orientador, que reflexões mais ou menos localizadas se vão disseminando. Mas é significativo atentar que em 1998, conforme estudo-recolha recente⁷, só existiam na União Europeia 10 códigos de *Corporate Governance* (dos quais 6 na Grã-Bretanha e 4 nos restantes países). Ou seja, menos de metade dos 25 códigos registados pelo mesmo estudo no final de 2001.

2- A intensa aceleração – quantitativa e qualitativa – que este movimento de ideias e preocupações, que se vinha desenvolvendo essencialmente ao longo da década de 90, viria a sofrer no início do actual século teve origem, como é sabido, nos grandes escândalos financeiros registados nos Estados Unidos da América, surgidos precisamente num momento de particular sensibilidade, no refluxo penoso de uma onda de euforia bolsista abruptamente terminada.

Quantitativamente, o impacte foi muito maior do que qualquer um dos precedentes relativamente circunscritos, sentindo-se muito intensamente à escala mundial.

Qualitativamente, gerou-se, como acima referido, um certo sentimento difuso de insuficiência estrutural do modo como tradicionalmente as empresas societárias organizavam o seu controlo e governo, o que muito influenciou os desenvolvimentos posteriores.

3- A reacção ao estado de coisas – ou à percepção dele – posto sob os holofotes globalizados dos mercados internacionais pelos grandes escândalos norte-americanos conduziu a dois grandes tipos de aproximação e intervenção, numa clivagem metodológica e conceptual que ainda hoje constitui um dos grandes desafios do diálogo transatlântico em matéria de *corporate governance*.

Nos Estados Unidos – fortemente pressionados pela necessidade de mostrar uma capacidade de reacção e intervenção enérgica e decidida – o movimento foi essencialmente de cariz legislativo e regulamentar, tendo como grande expoente, para além da abundante produção normativa e regulamentar da *Securities and Exchange Commission*, o *Sarbanes-Oxley Act*, promulgado em Agosto de 2002. De uma forma geral, visou-se introduzir uma teia regulamentar minuciosa e apertada regulando pormenorizadamente – não sem sérias dificuldades, como mostram os longos meses que foram necessários para aprovar os *Standards* de *Corporate Governance* da *New York Stock Exchange*⁸ e do *NASDAQ*⁹, propostos, respectivamente, em Agosto e Outubro de 2002 e finalizados e aprovados conjuntamente pela SEC apenas em Novembro de 2003 – desde os requisitos de elaboração e aprovação de demonstrações financeiras e respectiva certificação pelos CEO e CFO a requisitos normativos rígidos de independência dos administradores, reuniões periódicas separadas de administradores não executivos, composição e funcionamento de comissões de auditoria, aprovação obrigatória de normas de governo societário interno e códigos de ética, independência e incompatibilidade de auditores externos, normas de protecção de alertas internos (*whistle blowing*), e, até, controversos projectos, objecto de sucessivas reanálises, sobre imposição a advogados e assessores internos de obrigações de comunicação a sucessivos escalões hierárquicos (*up the ladder*) e renúncia ostensiva (*noisy withdrawal*).

Trata-se, pois, de uma orientação que se traduz essencialmente na cristalização de entendimentos e soluções através de normas rígidas e minuciosas¹⁰ – e, por outro lado, com forte pretensão de aplicação extra-territorial, não apenas quanto às empresas estrangeiras com valores mobiliários admitidos à negociação em mercados norte-americanos (os *foreign private issuers*) como, por exemplo, na zona de regulamentação da actividade de firmas de auditores externos e respectiva certificação e controlo.

7- Weil, Gothshal & Manges, “Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States” on behalf of the European Commission, Internal Market Directorate General. Janeiro 2002.

Em Maio de 2003, o *Action Plan* da Comissão Europeia refere já a existência de cerca de 40 Códigos.

8- *NEW YORK STOCK EXCHANGE Inc.* – *Proposed rule change (SR – NYSE – 2003-33) to amend the Listed Company Manual, Amendment Nr. 3*, Outubro 2003.

9- *NATIONAL ASSOCIATION SECURITIES DEALER* e *NASDAQ STOCK EXCHANGE, INC.* *proposed rule change (SR – NASD – 2002 – 41) Amendment nr. 5*, Outubro 2003.

10- Num pólo de certo modo oposto continua a estar a filosofia de orientação dos *OECD Principles of Corporate Governance*, voltada para a identificação de *benchmarks* gerais e evolutivos, podendo hoje dizer-se que esta posição de princípio resulta de uma reafirmação consciente e deliberada.

Na Europa, por forte influência inglesa, a abordagem prevalecente continuou a ser, com hesitações embora, e em consonância com a ideia de que “*there is no single model of good corporate governance*”¹¹, a de que, em matéria de governo societário, “*one size does not fit all*”¹², e, bem assim, com desenvolvimento e multiplicação de iniciativas do âmbito da chamada *soft law*, em que avulta a proliferação dos denominados códigos de governo societário, originados quer por impulso de organizações governamentais ou públicas¹³ quer, no âmbito da chamada auto-regulação¹⁴, por diversas organizações ligadas à sociedade e aos mercados financeiros.

Pedra angular da configuração que esta orientação tem vindo a revestir é uma evolução dupla: por um lado, erigindo em princípio prescritivo essencial, pelo menos para as empresas com valores cotados em bolsa, o da transparência e *disclosure*, tornando obrigatória a descrição do modo como se organiza o seu governo societário; por outro (também sob inspiração inglesa), acoplando essa obrigação de transparência com a referência a um determinado corpo (normalmente nacional) de orientações recomendatórias, relativamente às quais se impõe o dever de declarar conformidade ou explicar divergência: a chamada regra “*comply or explain*”¹⁵.

O primeiro princípio tem merecido, crê-se que

justificadamente, aplauso generalizado. O segundo, pese embora a sua disseminação, nem tanto. Uma formulação da sua defesa pode encontrar-se na carta de Sir DEREK HIGGINS ao *Chancellor of the Exchequer* e ao *Secretary of State for Trade and Industry* em que remeteu o seu relatório que esteve na origem do *Revised Combined Code* actualmente em vigor:

“*The Combined Code and its philosophy of “comply or explain” is being increasingly emulated outside the UK. It offers flexibility and intelligent discretion and allows for the valid exception to the sound rule. The brittleness and rigidity of legislation cannot dictate the behavior, or foster the trust, I believe is fundamental to the effective unitary board and to superior corporate performance.*”

Mas, mesmo em Inglaterra, vozes autorizadas se têm levantado para assinalar que este tipo de abordagem está longe de ser inócuo, e os riscos e limitações que pode comportar, quer no que respeita à geração de consensos padronizados e progressos puramente aparentes, fundados mais na avaliação pragmática dos custos de adopção mecânica de regras em contraposição ao ónus de explicar a sua não adopção (o fenómeno conhecido como “*box ticking*”) quer, ainda, quanto ao risco de limitar o esforço de aproximação aos princípios substanciais àquilo que consta do teor literal da recomendação^{16,17}.

10 (cont.) - De facto, na onda dos escândalos de 2000/2001, os ministros da OCDE resolveram, em Março de 2002, tomar a iniciativa de desencadear uma revisão dos *Principles* à luz dos desenvolvimentos recentes, antecipando a revisita prevista para 2005. E não faltou, então, quem, no calor da reacção aos eventos recentes, clamasse por uma alteração profunda dos *Principles*, de modo a torná-los mais explícitos, mais detalhados e mais vinculativos.

Não foi esta, porém, a orientação que prevaleceu, e os *OECD Revised Principles of Corporate Governance* que acabam de ser aprovados, no final de Abril de 2004, muito embora contendo adaptações e evoluções, mantêm – muito por influência da abordagem propugnada pelo *Steering Committee* encarregado de preparar a revisão – essencialmente a mesma postura de identificação e recondução aos *very basics* que estão na origem do seu prestígio.

A revisão dos *OECD Principles of Corporate Governance* é um dos marcos centrais da evolução recente desta área, tendo sido precedidos de um importante trabalho de pesquisa e reflexão, contido no documento “*Survey of Corporate Governance Developments in OECD Countries*”, de Janeiro de 2004.

Um dos aspectos que agora se enfatiza, logo na abertura das novas “*Annotations*” que se seguem aos *Principles*, é o da multiplicidade, interdisciplinaridade e ajustabilidade do quadro global do governo societário, a respeito do qual se afirma:

“*This corporate governance framework typically comprises elements of legislation, regulation, self-regulatory arrangements, voluntary commitments and business practices that are the result of country specific circumstances, history and tradition. The desirable mix between legislation, regulation, self-regulation, voluntary standards, etc. in this area will therefore vary from country to country. As new experiences accrue and business circumstances change, the content and structure of this framework needs to be adjusted.*”

11- A expressão é dos *OECD Principles of Corporate Governance*, 1999, mantendo-se nos *Revised Principles* aprovados em Abril de 2004.

12- O princípio vem, por exemplo, invocado em WEIL, GOTSHAL & MANGES, “*Comparative Study*”, cit., pág. 57

13- Sobre o fenómeno dos códigos de *corporate governance* e a sua explosão na Europa e fora dela, Cfr. PAULO CÂMARA, “*Códigos de Governo das Sociedades*”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 15, Dezembro de 2002.

14 - Para uma crítica muito aguda, e cientificamente muito elaborada, sobre a compatibilidade da auto-regulação com as ordens jurídicas e os sistemas de fontes de direito de raiz continental, pronunciando-se contra a adopção de códigos de conduta (que considera, porém, como valiosos instrumentos para pensar e preparar reformas do direito das sociedades) veja-se em Espanha, ALONSO UREBA “*El Gobierno de las Grandes Empresas (Reforma legal versus Códigos de Conducta)*” in *GAUDENCIO ESTEBAN VELASCO e outros, El Gobierno de las Sociedades Cotizadas*, Madrid, 1999, pág. 95 segs..

15- É esta também, como é sabido, a actual orientação em Portugal, onde o Regulamento CMVM 7/2001, modificado pelo Regulamento 11/2003, impõe pela via regulamentar a elaboração de relatórios de governo societário e, bem assim, a expressa declaração de adopção ou não das “*Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*” (igualmente revistas em Novembro de 2003) e a justificação quanto às recomendações não adoptadas.

16- São muito significativas as posições tomadas pela LONDON STOCK EXCHANGE, por intermédio do seu *Chairman*, DON CRUIKSHANK, na comunicação de 9 de Abril de 2003 dirigida ao *Financial Reporting Council*, como resposta no processo de consulta pública sobre o projecto de *Revised Combined Code*:

“*A thorough analysis of the proposed rules does not highlight many controversial measures. Indeed few of the proposals can be argued to be counterproductive or wrong in themselves.*”

E, seguidamente:

“*It is somewhat inevitable that an increased number of rules of a revised Code would cement the box-ticking approach we are starting to experience in the UK. The US experience shows that new rating agencies will probably emerge to prepare company reports alongside the existing scrutiny of NAPF and PIR. There is a danger that long sets of rules create a mindset of “anything is allowed as long as it is not precluded.”*”

4- É também à luz deste contexto recente que parece útil fazer referência ao chamado *Action Plan*, divulgado em 21 de Maio de 2003 pela Comissão Europeia¹⁸, que constitui – juntamente com o *Sarbanes Oxley Act* e demais iniciativas norte-americanas, a revisão dos *OECD Principles of Corporate Governance* e a revisão inglesa do *Combined Code on Corporate Governance* – um dos documentos fundamentais da evolução do último biénio, e que mostra, aliás, ter desse contexto clara consciência.

Um primeiro aspecto que a estrutura e antecedentes do *Action Plan* evidenciam é o de que a consideração conjunta do direito das sociedades e do governo societário presente no seu título resulta menos de uma articulação originária do que de um processo de justaposição.

De facto, em 4 de Setembro de 2001, na sequência do fracasso então registado no projecto de 13ª Directiva¹⁹, a Comissão Europeia criou um Grupo de Alto Nível de Peritos, presi-

didado por JAAP WINTER, com o objectivo de estudar e propor regras sobre ofertas públicas de aquisição, e, numa segunda fase, estudar e recomendar certas medidas de modernização do direito das sociedades.

Foi só após o escândalo da Enron, nos EUA – e expressamente a propósito dele – que o Conselho de Ministros de Oviedo, em 14 de Abril de 2002, aprovou a proposta da Comissão de que o mandato do Grupo de Alto Nível de Peritos fosse estendido “to review further corporate governance and audit issues in the light of the Enron case”. A extensão do mandato deveria incluir “the role of non-executive directors and of supervisory boards; management remuneration; and the responsibilities of management for the preparation of financial information”²⁰.

Esta justaposição ficou patente no relatório do Grupo de Alto Nível, que ficou conhecido como Relatório WINTER II o qual veio a agrupar a segunda parte do mandato inicial com a SUA

(...)

In any system of communication between shareholders and the Board, there is a practical limit to the number of exceptions requiring special explanation, before the overall quality of and confidence in communication is damaged. The key benefits of the current “comply or explain” regime stem from non-compliance being an occasional exception (...). It is likely that extensive explanations of non-compliance will not be tolerated by shareholders, thereby forcing Boards into technical compliance, rather than considering the best approach to meeting the underlying principles. In other words, companies will resort to box-ticking.”

Uma alusão breve a estas questões pode ver-se em JOÃO SOARES DA SILVA “Pacote de Transparência e Corporate Governance: um aplauso e algumas reservas”, in *Expresso*, Outubro 2003.

17- O próprio *Revised Combined Code*, aliás, veio a sentir necessidade de expressar, no seu Preâmbulo, uma chamada de atenção de que as explicações a respeito da não adopção de recomendações “should not be evaluated in a mechanistic way and departures from the code should not be automatically treated as breaches”, solicitando aos accionistas, especialmente os institucionais, uma avaliação razoável e cuidadosa.

18 - *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament – Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, Bruxelas, 21 de Maio de 2003.

19 - *Proposal for a 13th European Parliament and Council Directive on company law concerning takeover bids*, COM (1995) 655.

Historiando brevemente – pela relação com a matéria que nos ocupa - o atribuído percurso da 13ª Directiva sobre sociedades comerciais, incidente sobre ofertas públicas de aquisição, recordar-se-á que a primeira formulação comunitária na matéria constava da proposta de 13ª Directiva sobre sociedades comerciais apresentada pela Comissão em 1989 (na sequência do *White Paper* sobre mercado único de 1985) e revista em 1990. A proposta foi, ao tempo, tida por excessivamente pormenorizada e não obteve acolhimento.

Em consequência, a Comissão apresentou, em 1996, outra proposta de 13ª Directiva, agora considerada de *harmonização mínima*. A proposta limitava-se a enunciar alguns princípios, deixando grande margem de liberdade aos Estados-Membros. Não era sequer imposta, em termos absolutos, uma oferta obrigatória, em caso de obtenção de controlo. Admitia-se a possibilidade de outros modos de protecção dos accionistas minoritários (art. 3º). E não se exigia sequer que a oferta fosse geral, podendo incidir apenas sobre uma parte substancial das participações (art. 10º). A Proposta foi objecto de apreciação pelo Comité Económico e Social e pelo Parlamento Europeu, em comissões e em primeira leitura. Em consequência, a Comissão reformulou a sua proposta em 1997. Esta tornou-se mais específica, mas continuou a ser de harmonização mínima.

Em 2000, a Comissão e o Conselho adoptaram finalmente uma Posição Comum, sendo a proposta ainda mais específica. O PE votou diversas alterações à Posição Comum. Uma foram aceites pelo Conselho, outras não. As divergências fundamentais situavam-se na possibilidade ou não de medidas defensivas autorizadas pelo órgão de supervisão, mas não submetidas a aprovação da assembleia geral da sociedade visada, e na protecção dos trabalhadores. Um Comité de Conciliação do Parlamento e do Conselho conseguiu chegar a um texto de consenso, próximo da Posição Comum (diferia-se apenas, por cinco anos, a entrada em vigor da necessidade de aprovação pela assembleia geral das medidas de defesa). Mas o PE não o aprovou, tendo-se verificado histórico empate na votação em 4 de Junho de 2001.

Foi este impasse que conduziu a Comissão Europeia a promover o Relatório WINTER I (*Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Take Over Bids*, de 10 de Janeiro de 2002), na sequência do qual aquela veio a insistir em nova proposta de Directiva, em 2 de Outubro de 2002, com inhabitual divisão interna (4 comissários dissonantes), cujos projectos de artigo 9º (sobre medidas defensivas) e 11º (sobre a desconsideração de certos mecanismos societários, como a limitação de voto e acordos parassociais, em caso de OPA, conhecida como *break through rule*) continuassem a causar viva polémica.

Só após múltiplas revisões e compromissos (com importantes iniciativas portuguesas) se chegou a uma versão muito atenuada, com regime facultativo (*opt out*) na adopção dos artigos 9º e 11º, que foi aprovada pelo Parlamento Europeu, em primeira leitura, em 16 de Dezembro de 2003 e pelo Conselho a 30/03/2004.

Para algumas das críticas de fundo que a posição da Comissão (e do Relatório Winter I) quanto à *break through rule* suscitaram, veja-se Lucian BEBCHUK and Olivier HART, “A threat to dual-class shares – The recommendation of the breakthrough rule fails to recognize its broader implications”, in *Financial Times* 31.05.02; PETER O.MÜLBERT, “Make it or break it: the break-through rule as a break-through for the European Take Over Directive?”, Agosto de 2003; Gerard HERTIG e Joseph McCACHERY, “Company and Takeover Law Reforms in Europe: misguided harmonization efforts or regulatory competition”, Agosto de 2003). Crítica de sinal contrário pode ver-se em Barbara LIEB e Marco LAMANDINI, “The new proposal of a directive on company law concerning takeover bids and the achievement of a level playing field”, *European Parliament Working Paper, Legal Affairs Series*, Dezembro de 2002. Uma análise de implicações pode consultar-se em Kasper NIELSEN, “The impact of a break-through rule on European firms”, 2004, in *European Journal of Law and Economics*, vol. 18 nº 1.

20- As citações são do *Press Release* da Comissão Europeia, de 18 de Abril de 2002.

do mandato adicional de 2002 ²¹, e transmitiu-se também ao *Action Plan* (solicitado à Comissão Europeia pelo Conselho de 30 de Setembro de 2002, para dar sequência ao relatório do Grupo de Alto Nível então em finalização).

5- Ainda quanto aos antecedentes do *Action Plan*, cabe referir que a Comissão havia também encomendado um estudo comparativo dos principais códigos de governo societário existentes na União Europeia.

Este estudo ²², concluído em Março de 2002, expressou, como ideias conclusivas principais, que os códigos de *corporate governance* nos países da União Europeia apresentam assinalável similaridade e representam uma força de convergência, o que, conjugado com a necessidade de as empresas reterem flexibilidade de adaptação, faz que não seja de recomendar o estabelecimento de um código de governo societário à escala da União Europeia.

Por outro lado, o estudo frisa que o papel de repositório de grandes princípios comuns de governo societário é já desempenhado, à escala internacional e de forma coerente, fundamentada e consensual, pelos OECD *Principles of Corporate Governance*, pelo que conclui que os esforços da União Europeia deveriam concentrar-se antes:

(i) Na redução de “barreiras de participação”, que dificultam o voto transfronteiriço dos accionistas;

(ii) Na redução de “barreiras de informação”, que inibem a correcta avaliação do governo de sociedades pelos accionistas e investidores.

6- A estrutura do *Action Plan* é simples e essencialmente programática, começando por uma introdução, uma justificação da iniciativa e uma enunciação dos objectivos políticos essenciais, para depois sumariar o plano de acção proposto.

Na introdução, a Comissão, após frisar que os objectivos prosseguidos requerem uma aproximação integrada e relembrar as iniciativas anteriores que considera relacionáveis ²⁴, qualifica o *Action Plan* como a sua resposta ao Relatório WINTER II e enumera os critérios políticos de referência (o respeito por princípios de subsidiariedade e proporcionalidade e a flexibilidade conjugada com firmeza de princípios).

Exprime, depois, a ambição de participar e influenciar a evolução regulatória a nível internacional, aproveitando para sublinhar, quanto ao *Sarbanes Oxley Act*, que ele “*unfortunately creates a series of problems due to its outreach effects on European companies and auditors*”.

E, após justificar a referência aos recentes escândalos financeiros, enumera como dois grandes objectivos políticos do *Action Plan* o reforço dos direitos dos accionistas e a protecção de terceiros e o aumento da eficiência e competitividade das empresas.

7- O Plano de Acção aborda separadamente a *corporate governance* e o direito das sociedades, começando, quanto àquela, por considerar que, sem se mostrar necessário (ou sequer conveniente) um código de governo societário à escala comunitária, será todavia preciso completar os contributos não vinculativos dos diversos códigos nacionais através da adopção, no âmbito da União Europeia, de algumas regras essenciais e da coordenação dos códigos de governo societário nacionais. Para tal considera dever ter-se em particular atenção o recurso a medidas não legislativas e a preferência de normas de transparência de informação (uma vez que estas interferem menos com a vida societária).

É a esta luz que, subsequentemente, o *Action Plan* enumera e calendariza, no seu corpo e em dois quadros anexos, o tipo de intervenção que considera adequado e o grau de prioridade atribuído a cada uma das medidas a adoptar, nos seguintes termos resumidos:

21- Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Bruxelas, 4 de Novembro de 2002.

22- WEIL, GOTSHALL & MANGES, *Comparative Study*, cit.

24- São elas o Plano de Acção dos Serviços Financeiros de 1999 (“*Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets - Action Plan, Communication of the Commission, COM (1999) 232, 11.05.99*”); o Plano sobre Divulgação de Informação Financeira de 2000 (“*EU Financial Reporting Strategy: the way forward, Communication of the Commission, COM (2000) 359, 13.06.00*”) e o Relatório sobre Responsabilidade Social de 2002 (“*Corporate Social Responsibility: A Business Contribution to Sustainable Development, Communication of the Commission, COM (2002) 347, 02.07.02*”).

a) Medidas a adoptar em curto prazo (2003-2005):

(i) *Reforço da transparência das práticas de governo societário adoptadas pelas sociedades, incluindo a confirmação da responsabilidade colectiva dos membros do órgão de administração pelas informações de natureza não financeira (medida a concretizar por via legislativa, através de Directiva):*

Neste momento foi já lançado, e decorre até 4 de Junho de 2004, um processo de consulta pela Comissão, através de questionário.

(ii) *Melhoria da comunicação e processo de decisão dos accionistas (participação nas reuniões e exercício dos direitos de voto, nomeadamente transfronteiriço): também medida a concretizar por via legislativa, por meio de Directiva.*

(iii) *Reforço do papel dos administradores não executivos e independentes e dos administradores com função de supervisão: (acção a concretizar por via não legislativa, através de recomendação).*

A este respeito, um projecto de recomendação da Comissão acaba de ser colocado a consulta pública, em 5 de Maio de 2004 ²⁵.

(iv) *Estabelecimento de um regime adequado para a remuneração dos administradores (medida a concretizar por via não legislativa, através de recomendação):*

Também aqui foi já elaborado um documento preparatório²⁶, sob a forma de questionário, cujo período de consulta terminou em 12 de Abril de 2004.

(v) *Confirmação, no âmbito da União Europeia, da responsabilidade colectiva dos membros da administração pelas declarações financeiras emitidas (medida a concretizar também por via legislativa, através de Directiva):*

(vi) *Convocação de um Fórum Europeu de governo societário para coordenação do esforço dos Estados membros em matéria de governo societário (iniciativa não legislativa da Comissão):*

b) Medidas a adoptar no médio prazo (2006-2008):

(i) *Reforço da divulgação, pelos investidores institucionais, das suas políticas de investimentos e voto (a concretizar por via legislativa, através de Directiva).*

(ii) *Possibilidade de escolha, pelas sociedades cotadas, de um dos dois modelos (monista e dualista) de estrutura de administração (a concretizar por via legislativa, através de Directiva) ²⁷.*

(iii) *Reforço da responsabilidade dos membros do órgão de administração (direito de inquérito judicial, actuação em prejuízo de credores, incapacitação de administradores) - a concretizar por via legislativa, através de Directiva.*

(iv) *Análise das consequências de uma abordagem visando uma plena democracia accionista (uma acção/um voto), pelo menos para as sociedades cotadas (medida não legislativa - simples estudo).*

8. Para além deste plano de medidas no âmbito da *corporate governance*, o *Action Plan* contempla um conjunto de iniciativas no âmbito do direito das sociedades que excede o escopo formal (que não o âmbito material, dada a manifesta interrelação) do presente escrito, mas cuja importância cabe destacar, designadamente no que respeita à prioridade de curto prazo de revisão de 2ª Directiva (visando, v.g., a simplificação dos regimes das contribuições em espécie, aquisição de acções próprias, cancelamento de acções e redução de capital, introdução de acções sem valor nominal, redução do âmbito da proibição de assistência financeira e dos direitos de preferência de accionistas – o que

25- European Commission, Internal Market Directorate General – “Recommendation on the role of (independent) non executive or supervisory directors” *Consultation document on the Services of the Internal Market Directorate General*, Bruxelas, 5 Maio 2004

26- European Commission, Internal Market Directorate General - “Fostering an appropriate regime for the remuneration of directors” – Consultation document on the Services of the Internal Market Directorate General (MARKT/ 23.02.2004)

27- Conforme é sabido, esta possibilidade de escolha, recentemente introduzida em França e Itália, está consagrada em Portugal desde o Código das Sociedades Comerciais, de 1986.

não deixa de causar algumas interrogações, tendo em conta tratar-se de princípios que, até hoje, têm constituído pedras basilares da edificação legislativa harmonizado desde o final da década de 60 – e seria conjugado com um estudo de médio prazo sobre alternativas ao sistema de manutenção do capital social), simplificação do regime das fusões e reestruturações, alteração da 10^a Directiva para viabilizações de fusões transfronteiriças²⁸ e da 14^a Directiva sobre transferência internacional de sede social²⁹, revisão do regime legal dos grupos de sociedades, com acréscimo imediato de transparência, proibição de admissão à cotação de estruturas de grupo utilizando “pirâmides abusivas” e revisão das formas jurídicas de pessoas colectivas, incluindo estudo sobre a criação de sociedades europeias.

Trata-se, com se vê, de um corpo muito significativo de reforma, que, por si só, justifica um estudo e atenção detalhados que aqui se não pode conter.

9. Quanto à *corporate governance*, é naturalmente muito cedo para fazer uma apreciação sistematizada da importante iniciativa que, no plano do governo societário à escala europeia, representa o *Action Plan*. Algumas notas, no entanto, se justificará deixar enunciadas.

A primeira é a de que, quer quanto à *ocasio* quer quanto à selecção dos temas, o *Action Plan* (como o Relatório Winter II que o precede) se mostra muito marcadamente produto do ambiente post-Enron.

A despeito, porém, do inerente risco de resultar afectada a frieza e distância propícias à preparação de reformas de fundo, há sinais de ponderação e realismo que importa realçar³⁰.

Um deles é, seguramente, a ênfase e prioridade atribuídas a matérias que parecem capazes de simultaneamente ser muito consensuais e muito eficazes, como o reforço da transparência e

divulgação de informação (incluindo sobre a prática de governo societário e informação não financeira) e o reforço dos direitos dos accionistas e condições do seu exercício (incluindo o direito de propor deliberações e colocar questões e a redução dos limites ao exercício dos direitos de participação e voto, designadamente transfronteiriço, bem como o funcionamento das cadeias de depositários e custodiantes).

Trata-se, provavelmente, de área onde se pode esperar que o apuramento de soluções possa proximamente conduzir a soluções legislativas estruturadas e harmonizadas.

Outra nota de ponderação e realismo será, por exemplo, a posição tomada quanto ao princípio *one share/one vote*, que o *Action Plan* agenda como devendo ser objecto de um estudo de médio prazo, resistindo aos apelos frequentemente efectuados com invocação da “*democracia accionista*”³¹ e invertendo de sinal a posição tomada na proposta da 13^a Directiva. De facto, cremos que uma porventura apressada e certamente imprudente (precisamente por não precedida de um estudo e avaliação profundos e globais, e não meramente sectoriais) adopção de uma das variantes deste princípio (a *break-through rule*, proposta no Relatório Winter I sob invocação da “*proportionality between risk bearing capital and control*”) esteve no centro de um dos mais penosos fracassos da construção de direito comunitário, reflectido no Relatório Winter I e no Projecto de 2002 de 13^a Directiva, que a recente aprovação desta em versão “aguada” poderá ou não vir a atenuar.

Outro exemplo ainda, agora já no plano das medidas de execução do *Action Plan*, poderá ser visto na abstenção de recomendar a separação das funções de *Chairman* e *CEO*, não obstante se tratar de uma orientação que muitos proclamam como um *must* de bom governo societário, em resultado de a Comissão ter entendido que, havendo vantagens e desvantagens, não era desejável uma recomendação, por não existir consenso claro³¹.

28- A respectiva proposta de Directiva, apresentada em Novembro de 2003, foi a primeira medida de execução do *Action Plan*

29- O projecto de 14^a Directiva do Parlamento Europeu e da Comissão sobre a transferência de sede de uma sociedade de um estado membro para outro estado membro com alteração da lei aplicável foi colocado em consulta pública, encerrada em 15 de Abril de 2004.

30- Expressámos já este ponto de vista em JOÃO SOARES DA SILVA, “Corporate Governance in EU: a new wave as the dust settles?” Closing Remarks in the Section *Corporate governance and the Lawyers’ Role* of the Union Internationale des Avocats 47th Congress, Lisbon, September 2003.

31- Veja-se, por exemplo, a posição da ASSOCIATION OF THE BRITISH INSURERS, de 6 de Agosto de 2003, no quadro da Consulta pública do *Action Plan*, ao expressar que “*We feel strongly that there is a need for a more effective and stronger action to develop a full shareholder democracy.(...) The relegation of this issue to the medium term phase of the Action Plan and to a mere study project is particularly disappointing (...)*”.
RECOMMENDATION on the Role of (Independent) Non-Executive Directors, de 5 de Maio de 2004, *cit.*, p. 8

Já no plano da organização interna das sociedades (estrutura e funções do órgão de administração, remunerações, etc.) a impressão que se colhe não é isenta do receio que – independentemente da maior ou menor defensabilidade das recomendações em si mesmas - se possa incorrer nos riscos, acima aludidos, de exagero no volume recomendatório e falta de prevenção contra consequências perversas do sistema *comply or explain* ³².

Por último, e ainda em relação com a democracia accionista – e com um velho debate do direito das sociedades entre teses contratualistas e institucionalistas - será de ter presentes as críticas que, designadamente no seio do Parlamento Europeu ³³, têm sido dirigidas ao *Action Plan*, por apresentar a questão da *corporate governance* como um problema limitado às relações entre accionistas e administradores, numa visão de que o interesse social se reconduziria ao interesse comum dos accionistas apenas e não também ao interesse da empresa em si, compreendendo o de todos os *stakeholders* (trabalhadores, credores, clientes, fornecedores, organizações sociais, administração pública, etc.), para não referir o interesse geral na continuidade e prosperidade da empresa ³⁴.

10. Como reflexão final, cremos que muitos dos aspectos focados ilustrarão que um dos principais desafios que enfrenta hoje a problemática, relativamente recente, da *corporate governance*, olhada numa perspectiva jurídica, é ainda, de algum modo, metodológico: qual o lugar do governo societário no sistema de fontes e de normas jurídicas, como organizar a interacção e aprofundamento de reflexões e contributos de origem ou natureza não directamente jurídicas (ciências de gestão, características dos merca-

dos financeiros, ambientes sociais e institucionais, papel das sociedades comerciais enquanto agentes de desenvolvimento económico, etc.) e, sobretudo, como identificar, ponderar, decantar e contemplar os aspectos mercedores de tutela jurídica específica, e por que forma, salvaguardando a flexibilidade e autonomia privada e os interesses legítimos co-envolvidos, com adequada selecção e hierarquização destes.

Por outras palavras, e para usar a recentíssima expressão dos *OECD Principles of Corporate Governance (Revised Text)* de Abril de 2004: como seleccionar e estruturar, aos diferentes níveis, a vertente jurídica do “*mix*” que compõe o “*corporate governance framework*”.

A este respeito, pensamos que um papel primordial não pode deixar de caber ao que se pode chamar *subsistema cogente*³⁵, que se desenvolve sobretudo no âmbito específico do direito societário e direito dos valores mobiliários – continuando, aliás, a crer que, neste domínio, um lugar central deve caber ao apuramento, integração e condições de coercibilidade dos deveres legais dos administradores, sejam eles os deveres gerais sejam os chamados deveres específicos ³⁶.

O papel central das normas injuntivas foi também reconhecido pela CMVM, aquando da publicação das suas actuais “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas” ao salientar o carácter residual e complementar destas recomendações, decorrente da expressa “*convicção de que o sistema jurídico nacional se encontra suficientemente apetrechado com soluções que, sem empregarem esta designação [de corporate governance], já dão resposta aos problemas ligados a esta temática*”.

32- Pensamos, por exemplo, na longa lista de critérios de falta de independência dos administradores contida no projecto de Recomendação acima citado. Já noutro lugar tivemos oportunidade de expressar preferência pelo sistema do *Combined Code* inglês, onde a lista de factores de ausência de independência, além de mais sucinta, é tratada como de meros *índices*, cabendo ao *Board* a responsabilidade de analisar a existência ou não de independência dos seus membros, e apenas se impondo um especial dever de fundamentar se algum índice se verificar e a qualificação for de independência. Cfr. JOÃO SOARES DA SILVA, “Pacote de Transparência”, *cit.*

33- Cfr. as posições da Comissão de Assuntos Jurídicos e do Mercado Interno (projecto de relatório de F. GHILDOTTI de 30/03/04) da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários (22/02/04) e especialmente a da Comissão do Emprego e Assuntos Sociais (20/02/04).

34- É significativa, a este respeito, a frase do *Action Plan* que citámos na nota 2, *supra*. Uma manifestação desta concepção é também a orientação adoptada na 13ª Directiva, assente numa perspectiva, muito acrítica, de bondade geral das ofertas públicas, vista de uma perspectiva do contraponto de accionistas e administradores, e olvidando, designadamente, os contextos em que as medidas de defesa podem desempenhar um papel positivo na própria protecção dos interesses dos accionistas. A este respeito, advogando a necessidade de um espaço de liberdade do órgão de administração similar ao da *business judgment rule*, Christian KIRCHNER and Richard W. PAINTER, *European Takeover Law – Towards a European Modified Judgment Rule for Takeover Law*, *European Business Organizations Law Review*, Vol. 1, nº 2, 2000.

35- Isto tem, aliás, sido salientado pelas agências internacionais de *rating*, que vêm salientando a importância da qualidade da envolvente normativa na avaliação do governo societário.

Cfr., por ex., STANDARD & POORS, *Corporate Governance Scores and Evaluations - Criteria, Methodology and Definitions*, *Standard & Poor's Governance Services*, July 2003

36- Cfr. JOÃO SOARES DA SILVA, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, *cit.*, p. 627.

A consideração deste papel deve constituir razão decisiva, pensamos, para que se reveja, modere e reenquadre a actual tendência para a proliferação de iniciativas de cariz recomendatório (mormente quando associadas a mecanismos de pressão social de observância), as quais, podendo ser utilíssimas no progresso do governo societário – sobretudo como incubação de futuras reformas legislativas e dinamização e disseminação de experiências e influências³⁷ – comportam sério risco de redundar em apressadas e algo forçadas (ainda que por via da relativa coacção do sistema *comply or explain*) “boas práticas” e uniformizações formais, sem o conveniente espaço para maturação e enraizamento³⁸.

37- Cfr. PAULO CÂMARA, *ob. e loc. cit.*, p. 80.

38- Conforme no lugar ultimamente citado observamos a respeito da responsabilidade dos administradores nos EUA, ela é uma responsabilidade por *negligence* e não por *malpractice*, como a de certos profissionais liberais, e assim cremos que deve continuar a ser. Por razões paralelas não acompanhamos PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, p.79, quando admite um possível papel de integração de lacunas para os chamados códigos de governo societário.