

III. DERECHO MERCANTIL

ESTADO DE DIREITO E EMPRESA (SOCIEDADE) DE DIREITO

J.M. Coutinho de Abreu

Prof. Catedrático da Faculdade de Direito

Universidade de Coimbra

1. Notas sobre o Estado de direito

Para caracterizar o Estado de direito (*État de droit*, *Rechtsstaat*, *rule of law*) é costume referir vários princípios, em geral primeiramente cunhados nas revoluções liberais de finais do séc. XVIII: *liberdade* (pessoal, de trabalho, de iniciativa económica), essencialmente apoiada no *livre contrato* e na *propriedade*; *separação de poderes* no aparelho político (poder legislativo, primordialmente radicado em órgão expressão da vontade popular, poder executivo, atuando com base e segundo as leis, e poder judicial); *igualdade perante a lei* (de todos os destinatários respetivos).

O cunho *formalista* do ideário liberal é visível. A liberdade proclamada serve em especial o cidadão burguês (individualismo proprietarista): o poder de acesso à propriedade (dos meios de produção) não é de todos, no contrato de trabalho empregador e trabalhador não gozam de liberdade e igualdade na mesma medida. A lei que permite, impõe ou proíbe, endereçada por igual a todos, é materialmente desigual porque permite tanto a quem pode como a quem não pode, impõe ao forte e ao fraco em idêntica proporção, proíbe (como alguém disse) tanto ao rico como ao pobre a mendigagem. Por sua vez, o poder legislativo rapidamente deixou de ser exclusivo do parlamento, passando o executivo a legislar também.

E o Estado de direito formal conviveu sem reboço, não esqueçamos, com fenómenos extremamente iliberais e desigualitários. A escravatura (antiga) perdurou em estados liberais, e mais ainda perdurou o colonialismo. Até ao séc. XX, a «vontade popular» expressou-se em sufrágio censitário (assente na riqueza-propriedade), capacitário (exigindo instrução escolar), de género (masculino) e/ou de raça¹.

Entretanto, o Estado de direito foi incluindo, em especial no séc. XX e apesar de alguns retrocessos assinaláveis, dimensões (mais) *materiais*. Os direitos de participação política foram alargados; direitos sociais e do trabalho exigiram intervenção ativa do Estado (igualdade, ou menor desigualdade, pela lei, em vez

¹ Não é espantoso a *rule of law* estadunidense ter chegado até meados dos anos 60 do século passado impondo aos cidadãos afro-americanos a segregação nos lugares públicos e o não-voto?

da formal igualdade perante a lei); os direitos dos povos à autodeterminação e ao desenvolvimento foram afirmados.

Todavia, seja pela carga semântica transportada das origens setecentista-oitocentistas, seja pela contradição que alguns persistem em ver entre o Estado de direito liberal e o Estado de direito (mais) social, certo é que a expressão Estado de direito continua com conteúdo algo indefinido. Talvez por isso ela apareça em textos fundamentais empareçada ou completada com outros vocábulos e expressões. Olhemos dois exemplos. Diz assim o art. 2º do TUE: «A União funda-se nos valores do respeito pela dignidade humana, da liberdade, da democracia, da igualdade, do Estado de direito e do respeito pelos direitos do Homem, incluindo os direitos das pessoas pertencentes a minorias». E o art. 2º da CRP diz: «A República Portuguesa é um Estado de direito democrático, baseado na soberania popular, no pluralismo de expressão e organização política democráticas, no respeito e garantia de efetivação dos direitos e liberdades fundamentais e na separação e interdependência de poderes, visando a realização da democracia económica, social e cultural e o aprofundamento da democracia participativa».

2. A empresa (sociedade) no Estado de direito

2.1. Subordinação à lei

Enquanto sujeitos de direito, as sociedades estão, tal como os demais sujeitos jurídicos, subordinados à lei (em sentido amplo) em cujo campo de aplicação elas entrem. Têm o dever de respeitar imposições e proibições do direito comercial, civil, da concorrência, do trabalho, fiscal, administrativo, ambiental, penal etc.

Os deveres por lei impostos *diretamente à sociedade* vinculam os seus órgãos (sócio(s), administração, fiscalização) e quem nela e por ela atua (*v.g.*, trabalhadores, mandatários). Vinculam primordialmente o órgão de administração e representação. Observando o dever geral de cuidado, cabe aos administradores «ordenados» cumprir pessoalmente (em nome da sociedade) aqueles deveres e fazer cumpri-los por outros (obrigação, neste caso, de controlo preventivo e reativo da legalidade, expressão do dever mais geral de controlo organizativo-funcional).

Em um plano diverso, mas relevando ainda a respeito do *princípio da legalidade*, há normas (de direito societário, principalmente) que prescrevem deveres que têm como *destinatários diretos os membros dos órgãos sociais* (em especial dos órgãos de administração e de fiscalização). Deveres legais *específicos* (resultam imediata e especificadamente da lei) e deveres legais *gerais* — deveres de *cuidado* e deveres de *lealdade* para com a sociedade².

² Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil dos administradores de sociedades*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2010, p. 12, s. (para os administradores) e *Curso de direito comercial*, vol. II – *Das sociedades*, 7ª ed., Almedina, Coimbra, 2021 (para os fiscalizadores).

2.2. Entre regulação legal, desregulação e autorregulação

2.2.1. Apesar da proclamada liberdade de comércio e indústria, a iniciativa económica veiculada por sociedades anónimas continuou restringida. Para constituir estas sociedades, a necessidade de *autorização administrativa* prolongou-se de um lado e doutro do Atlântico (com uma ou outra exceção) durante a primeira metade do séc. XIX. O ato (político-administrativo) de autorização definia os limites de organização e atuação da sociedade.

Ultrapassado o «regime da concessão», as leis estaduais não se demitiram, porém, de estabelecer *imperativamente regras sobre a formação e atuação* das sociedades anónimas (regras, por exemplo, relativas ao capital social e sua conservação, publicidade de atos sociais, competência dos sócios e dos administradores, proibição de participação em outras sociedades).

Mas a *desregulação* (legislação eliminando restrições, e habilitante e dispositiva em vez de imperativa) chegou ainda no séc. XIX, especialmente nos EUA. No final desse século, o *deregulatory turn* foi marcado pela legislação de estados como New Jersey e Delaware. E alastrou no séc. XX³.

O ambiente desregulador do séc. XX (embora nem tanto assim na Europa) não impediu a perceção do odor perturbador vindo de buracos na regulação, sobretudo no último quartel – os sistemas de administração e controlo societários mostraram-se inadequados. Porém, em tempos de neoliberalismo, o Estado de direito legislador conteve-se. E, sem abandonarem o credo no mercado (o novo *deus ex machina*, com anjos para diversos pelouros: mercado dos *managers*, mercado dos produtos, mercado de capitais, mercado de controlo societário etc.), as (grandes) sociedades anónimas dinamizaram o movimento da *corporate governance*: venham os (recomendatórios) códigos (princípios, guias etc.) de boas práticas, evitemos a lei (imperativa).

2.2.2. A desregulação, a retração do Estado de direito legal no campo das sociedades teve *cobertura ideológica* na doutrina económica e jurídica. As «teorias» (coligadas) da sociedade como nexos de contratos e das relações de agência tornaram-se dominantes a partir dos anos 80 do século passado, em particular nos EUA. São conceções originariamente económicas recebidas, mais ou menos acriticamente, por muitos juristas.

A sociedade (*private corporation* ou *firm*) seria uma ficção jurídica que serve como *nexo ou rede de relações contratuais* entre ela e trabalhadores, fornecedores de materiais e de capital («proprietários» de *inputs*), consumidores (de *outputs*) etc.⁴.

³ V. LYMAN JOHNSON, «Corporate law and the history of corporate social responsibility», 2017 (disponível em ssrn.com/abstract=2962432), p. 581-582. Somente na primeira década do séc. XXI surgiram iniciativas significativas de (re)regulação, no âmbito da *corporate governance*: Sarbanes-Oxley Act (2002) e «Dodd-Frank» (2010) – v. *ibid.*, p. 587-588.

⁴ V. MICHAEL C. JENSEN/WILLIAM H. MECKLING, «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, 1976, p. 310-311 (foram estes economistas que primeiro apresentaram a «teoria»).

Nesta concepção, a sociedade-entidade e as relações de propriedade e de controlo quase desaparecem ou tornam-se irrelevantes⁵; ignora-se que nem todas as relações referidas à sociedade são contratuais⁶ e desconsidera-se que no «mercado dos contratos» há assimetrias de informação e de poder relevantes. Este contratualismo⁷, já se vê, propugna a não regulação legal das sociedades ou (mais) a regulação por leis dispositivas, não imperativas⁸.

Por sua vez, a relação de agência (*agency relationship*) é expressão utilizada por economistas com uma extensão ampla: contrato pelo qual uma ou mais pessoas (*principal* ou *principals*) encarregam outra (o *agent*) de realizar uma atividade no interesse daquela(s), implicando isto a delegação de algum poder de decisão para o agente.⁹ Nas sociedades, os *principals* seriam em primeira linha os *sócios*, sendo os *administradores* (*managers*, incluindo os *directors*) os *agents*. Porque são naturais as divergências de interesse entre o principal e o agente, a «teoria» procura diminuir os «custos de agência» (despesas de vigilância ou *monitoring* a cargo do principal, custos de incentivo e alinhamento em benefício do agente – *bonding costs* – e custos de perda residual resultante de comportamento do agente não concorde com o interesse do principal) e promover o equilíbrio contratual entre ambos¹⁰.

A (económica) «teoria da agência» foi importada em grande escala pelos juristas, incluindo de países de *civil law*¹¹. Do ponto de vista jurídico, mesmo em países de *common law*, não parece correto dizer que os administradores são agentes dos sócios¹²; quando muito serão agentes da sociedade¹³. Mas não é inócuo

⁵ V., criticamente, WILLIAM W. BRATTON, «The 'nexus of contracts' corporation: a critical approach», *Cornell Law Review*, vol. 74 (1989), p. 420.

⁶ V. ROBERT W. HAMILTON, *The law of corporations*, West Publishing, St. Paul, Min., 2000, p. 55, s. (o A. releva também que «contrato» tem na teoria económico-jurídica do *nexus* um significado diferente do tradicional no direito).

⁷ Não confundível com as perspetivas contratualistas, contrapostas às institucionalistas, sobre o interesse social, nem com a tese contratualista, contraposta às teses anticontratualistas, sobre a natureza jurídica do ato normal-tradicional constituinte das sociedades.

⁸ V. p. ex. JUNE CARBONE/NANCY LEVIT, «The death of the firm», *Minnesota Law Review*, vol. 101 (2017), p. 999, s. (criticamente).

⁹ JENSEN/MECKLING, *ob. cit.*, p. 308.

¹⁰ *Ibid.*, p. 308-309.

¹¹ Muitas vezes apenas para se mostrarem, inconsequentemente, *updated...*

¹² V. p. ex. MARGARET M. BLAIR/LYNN A. STOUT, «A team production theory of corporate law», *Virginia Law Review*, vol. 85 (1999), p. 280-281, 289-290, e LUH L. LAN/LOIZOS HERACLEOUS, «Rethinking agency theory: the view from law», *Academy of Management Review*, vol. 35 (2010), p. 294-295, 301, s.

¹³ A qualificação da relação entre sociedade e administrador como relação de agência é discutida. V. p. ex. PETER WATTS, «Directors as agents – some aspects of disputed territory», em Danny Busch/Laura Macgregor/Peter Watts, *Agency law in commercial practice*, Oxford, 2016, p. 98, s. (afirmativamente) e (negativamente) R. CLARK, citado em BLAIR/STOUT, *ob. cit.*, p. 290. (Nos países do continente europeu, questão similar é a da qualificação da relação de administração como de mandato ou não. A visão dos administradores como mandatários – apoiada no texto dos códigos comerciais oitocentistas – parece estar superada.)

dizer que a relação *principal-agent* é, nas sociedades, relação entre sócios e administradores: estes devem, naturalmente, *atuar tão só no interesse dos sócios*, não dos demais sujeitos que, como se diz, até são partes no «nexo de contratos» ...

Recorde-se que a doutrina jurídico-societária preocupa-se há muito tempo com problemas de conflito de interesses: entre sócios (dispersos) e administradores, entre sócios de controlo ou comando e os demais sócios, entre sócios e administradores de um lado e *stakeholders* (trabalhadores, credores sociais etc.) do outro... Ora, a vaga «agencialista» no discurso jurídico tem invadido estes diversos campos problemáticos. Fala-se de problemas de agência a propósito dessas várias contraposições. E porque o «principal» e o «agente» não podem faltar, chega-se ao ponto de se afirmar que nas sociedades com acionista(s) de controlo os acionistas *minoritários* são os *principals*, sendo o ou os acionistas *controladores* (com os administradores, eventualmente) os *agents*!¹⁴

2.2.3. Um vasto campo onde não há propriamente desregulação, mas falta (originária) de regulação é o dos *grupos de sociedades*.

Muito poucos países possuem legislação especial e sistemática (não pontual) sobre esta realidade que concentra hodiernamente um extraordinário poder económico-político. Apesar de os conflitos de interesses nos grupos serem, em regra, estruturais e de maior perigo: entre sociedade controladora, de um lado, e sociedades controladas, sócios minoritários e credores (voluntários e involuntários) destas, por outro lado. A sociedade, enquanto realidade jurídica subjetiva e patrimonialmente separada dos sócios de «responsabilidade limitada» (não responsáveis pelas dívidas sociais), é anterior à permissão legal de as sociedades participarem (inclusive predominantemente) em outras sociedades. Mas o poder político-jurídico, encostado no poder económico dos (controladores dos) grupos de sociedades, persiste em não regular o novo fenómeno. E a *praxis* vem mostrando a insuficiência das regras e princípios do direito societário comum (e do direito civil)¹⁵.

Os problemas agudizam-se quando os grupos de sociedades são *multinacionais* (atores principais na globalização). Vemos artificiosas transações intragrupo para declaração dos lucros em jurisdições de baixa ou nula tributação e Estados que, na

¹⁴ JOHN ARMOUR/ HENRY HANSMANN/REINIER KRAAKMAN, «Agency problems and legal strategies», em R. Kraakman *et al.*, *The anatomy of corporate law*, 3rd ed., Oxford U. P., 2017, p. 29-30, ZOHAR GOSHEN/RICHARD SQUIRE, «Principal costs: a new theory for corporate law and governance», *Revista Semestral de Direito Empresarial* 22 (2018), p. 25, PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance - Um novo paradigma para a sociedade anónima*, Almedina, Coimbra, 2019, p. 584, s.

¹⁵ Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Da empresarialidade - As empresas no direito*, 1996 (reimpr. 1999), p. 272, s., «O direito dos grupos de sociedades segundo o European Model Company Act (EMCA)», em *IV Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2016, p. 513, s. (ou «The law of groups of companies according to the European Model Company Act»), *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale* 3/2017).

ausência de consensos internacionais, praticam uma concorrência fiscal que impede o cumprimento de tarefas sociais. E vemos a multiplicação de subsidiárias subcapitalizadas ou com património insuficiente para ressarcir danos pessoais e ambientais causados na execução de atividades perigosas (às vezes proibidas nos países da sede das sociedades controladoras) e subsidiárias em países não desenvolvidos e explorando impunemente (dada a falta de leis ou a falta de poder político-jurídico para as fazer aplicar) trabalho infantil, ou trabalho em condições de segurança e higiene deploráveis e com salários miseráveis¹⁶.

Tudo isto reclamaria dos Estados de direito regulação legal-imperativa e efetivamente aplicável sobre responsabilização das sociedades controladoras¹⁷, rompendo as tradicionais resistências do *corporate veil* e do *jurisdictional veil*.¹⁸ É por isso de saudar o «Draft Report with recommendations to the Commission on corporate due diligence and corporate accountability» (2020/2129 (INL)), da Comissão de Assuntos Jurídicos do Parlamento Europeu, contendo projetos de uma proposta de «Directive on corporate due diligence and corporate accountability» e de alteração de Regulamentos.

3. A empresa (sociedade anónima) como estado de direito

3.1. Modelo «democrático» oitocentista e outros

3.1.1. Dizia-se antigamente (e ainda hoje se diz) que a sociedade anónima dos códigos e leis *oitocentistas* apresentava fortes analogias com o Estado liberal. Tal como este, aquela tinha uma «constituição» — os estatutos — fundada em contrato¹⁹; havia separação de poderes: o «legislativo» residia na assembleia dos acionistas, órgão «soberano» que podia deliberar sobre tudo o pertinente à vida da sociedade, elegia e destituía livremente os administradores — poder executivo — que, mesmo em matérias de gestão estavam vinculados às diretivas e ordens deliberadas pelos sócios, e havia sujeitos (orgânicos ou não) encarregados de fiscalizar a administração²⁰.

¹⁶ V. exemplos, com referências bibliográficas, em J. M. COUTINHO DE ABREU, «CSR — 'Responsabilitá' senza responsabilità (legale)?», *Giurisprudenza Commerciale* 6/2019, p. 1089.

¹⁷ *Ibid.*, p. 1094-1095.

¹⁸ V. PETER MUCHLINSKI, «Limited liability and multinational enterprises: a case for reform?», *Cambridge Journal of Economics*, 2010, p. 920, s.

¹⁹ É curioso notar que a ideia do contrato fundador do Estado serviu para legitimar tanto o Estado democrático (Locke, Montesquieu, Rousseau) como o Estado autocrático (Hobbes). O *contractarianism* referido *supra* (nº 2.2.2.) parece estar mais próximo da segunda...

²⁰ Este poder fiscalizador não é propriamente análogo ao poder judicial. Mas persistiu durante meio século no *Code de Commerce* francês de 1807 a previsão de uma espécie de poder judiciário nas sociedades anónimas — GEORGES RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, LGDJ, Paris, 1946, p. 94-95.

Porém, é algo forçado falar de democracia (ainda que censitária) a propósito. Em muitos casos não bastava uma ação para se ter direito de voto; e prevaleceu o *princípio plutocrático*: o poder de voto era determinado pelo montante das ações possuídas²¹. No entanto, durante muito tempo não se generalizou a regra uma ação/um voto, dominando antes sistemas de votos «graduados»: um voto por uma ou x ações, mais um voto por um conjunto mais alargado de ações etc. até determinado limite de votos (menos que proporcional ao número das ações). Estes sistemas perduraram na Europa praticamente durante todo o século XIX, mas não assim nos EUA, onde desapareceram em meados da centúria, substituídos pela regra uma ação/um voto – assim se potenciando o controlo societário por um ou poucos acionistas poderosos (sendo o número de ações necessárias para o domínio tanto menor quanto maior o número de acionistas dispersos e absentistas)²².

3.1.2. Entretanto, também nas sociedades o poder (competência) se foi deslocando *para o órgão de administração*. Primeiro nos EUA, logo na segunda metade do séc. XIX, depois, já no séc. XX, nos países europeus.²³ Poder-se-á dizer²⁴ que a política societária passa a desenvolver-se em «espaços vazios de direito»: a assembleia, foro que permite aos acionistas informação, discussão e contestação, deixa de ter competência em muitas matérias de gestão, as deliberações do conselho de administração são em geral secretas (poucas são sujeitas a registo e publicação e as atas respetivas quase nunca são consultáveis pelos sócios)²⁵, os acionistas empresários decidem fora da assembleia e fora dela emitem diretivas e recomendações à administração.

Também quanto ao *direito e poder de voto* dos acionistas tem havido mudanças.

Não obstante a generalização da regra uma ação/um voto, muitas legislações continuam a permitir que os estatutos das sociedades façam corresponder um voto, não a uma ação, mas a um conjunto de ações – *reforçando a plutocracia*.

Mas, por outro lado, em muitos países (entre os quais a maioria dos Estados membros da UE) admite-se que os estatutos estabeleçam tetos de voto (afins dos antigos votos graduados): não são contados os votos de um acionista que excedam um certo número (absoluto ou percentual). Estes tetos de voto não contrariam a

²¹ Cfr. para alguns países europeus (Inglaterra, França, Alemanha) e os EUA, COLLEEN A. DUNLAVY, «Corporate governance in late 19th-century Europe and the U. S. The case of shareholder voting rights», em K. J. Hopt/H. Kanda/M. J. Roe/E. Wymeersch/S. Prigge, *Comparative corporate governance*, Oxford U. P., 1998, p. 12, s.

²² Cfr. *ibid.*, p. 17, s., 27, s.

²³ Cfr. COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, p. 91-92, e bibliografia aí citada.

²⁴ Acompanhando em boa medida FRANCESCO GALGANO, *Storia del diritto commerciale*, Mulino, Bologna, 1976, p. 131.

²⁵ Não deixa de ser sintomático o facto de a grande maioria das legislações continuar a disciplinar só ou sobretudo as invalidades e impugnação das deliberações dos sócios, não (ou não tanto) as relativas às deliberações do órgão de administração – cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Governança das sociedades comerciais*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2010, p. 112, s.

«democracia dos acionistas» — que alguns associam à regra uma ação/um voto; ao invés, significam *menos plutocracia*.²⁶

Em contraposição, entre cíclicas permissões, restrições e proibições, as ações com voto plural (com dois ou mais votos) – *potenciadores do princípio plutocrático* – tiveram grande difusão em alguns países europeus depois da primeira guerra mundial e estão novamente na moda (sob a designação «ações de fidelidade» ou outra).²⁷

3.1.3. Já no século atual, «democracia dos acionistas» (*shareholder democracy*) vem significando (pese embora a continuada impropriedade semântica) o (a promoção do) *reforço dos direitos dos acionistas*, a fim de eles exercerem maior influência na governação das sociedades.²⁸

Na UE, significativas nesta linha são a Diretiva 2007/36/CE, de 11 de julho de 2007, «relativa ao exercício de certos direitos dos acionista de sociedades cotadas», e, mais ainda, a Diretiva (UE) 2017/828, de 17 de maio de 2017, que altera aquela «no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo».

São curiosos alguns «considerandos» da Diretiva de 2017: a «crise financeira revelou que, em muitos casos, os acionistas apoiaram a excessiva assunção de riscos a curto prazo por parte dos gestores» e «o atual nível de ‘acompanhamento’ das sociedades participadas e de envolvimento dos investidores institucionais e dos gestores de ativos é frequentemente inadequado e demasiado centrado em retornos a curto prazo»²⁹; um «maior envolvimento dos acionistas no governo das

²⁶ V. J. M. COUTINHO DE ABREU, «De novo a banca – tetos de voto; gestores públicos a céu aberto» *DSR* (Direito das Sociedades em Revista) 17 (2017), p. 15-16. Contudo, pelo decreto-lei 20/2016, de 20 de abril, o governo português veio facilitar a revogação dos tetos de voto nas instituições de crédito – v. *ibid.*, p. 16, s. Em Espanha, os tetos de voto foram proibidos em 2010, mas pouco depois a proibição foi suprimida – cfr. JESÚS QUIJANO GONZÁLEZ, «El derecho de sociedades español: un breve repaso a su evolución histórica», em A. Soveral Martins/P. Tarso Domingues/Carolina Cunha/M. Elisabete Ramos/Ricardo Costa/Rui P. Dias (org.), *Diálogos com Coutinho de Abreu*, Almedina, Coimbra, 2020, p. 382-383.

²⁷ V. p. ex. M. SAVERIO SPOLIDORO, «Il voto plurimo: i sistemi europei», *Rivista delle Società*, 2015, p. 149, s., 155, s. Nos EUA, cerca de 10% das sociedades cotadas têm *dual-class shares* – DAVID LARCKER/BRIAN TAYAN, *Corporate governance matters*, 2nd ed., Pearson Education, Old Tappan/New Jersey, 2016 (os AA. dão como exemplos Berkshire, Hathaway, Facebook, Google, New York Times, Hershey). No Brasil, o voto plural está proibido, mas há um projeto de lei para permitir a emissão de ações com direito de voto plural – v. MODESTO CARVALHOSA, «Voto plural: evolução ou retrocesso?», em *Diálogos com Coutinho de Abreu cit.*, p. 701, s.

²⁸ V. LARCKER/TAYAN, *ob. cit.*, p. 360, s., Comunicação da Comissão [COM (2003) 284], «Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia – Uma estratégia para o futuro», p. 16. V. tb. o n° 3 da Comunicação da Comissão [COM (2012) 740] «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» (mas sem utilizar a expressão «democracia dos acionistas»).

²⁹ Considerando (1); v. tb. o considerando (15).

sociedades é um dos instrumentos que pode contribuir para um melhor desempenho financeiro e não financeiro das sociedades, inclusive no que se refere aos fatores ambientais, sociais e de governo» e «um maior envolvimento de todas as partes interessadas, em particular dos trabalhadores, no governo das sociedades é um fator importante para garantir uma abordagem a mais longo prazo por parte das sociedades cotadas»³⁰.

Não é da natureza da generalidade dos acionistas a busca da maximização do lucro, habitualmente no mais curto prazo possível? As leis «naturais» dos mercados de capitais não determinam em grande medida a entrada, a permanência e a saída dos acionistas consoante a cotação das ações?³¹ É expectável um aumento significativo do envolvimento a longo prazo dos investidores institucionais (fundos de investimento, fundos de pensões, companhias de seguros) e dos gestores de ativos (de fundos e de outras entidades)³² por força das normas da DDA (aditadas pela Diretiva de 2017) que recomendam ou impõem certas atuações (arts. 3^o-G, 3^o-H, 3^o-I)³³ Não persistirá a atuação predominantemente passiva dos investidores e gestores mais poderosos, limitando-se a votar na grande maioria das vezes alinhados com as propostas da administração?³⁴⁻³⁵ Não subsistem os motivos que fazem com que eles não possam e/ou não queiram envolver-se decisivamente na gestão e fiscalização das sociedades³⁶, tais como os constrangimentos regulatórios proibindo ou desincentivando a aquisição de ações em uma mesma sociedade acima de certa percentagem, o aumento de custos individuais e a coletivização-partilha dos eventuais ganhos associados

³⁰ Considerando (14).

³¹ Com a negociação de alta frequência (*high-frequency trading*) das ações, cada vez com maior peso, as entradas e saídas nas sociedades fazem-se a ritmo vertiginoso...

³² É frequente, na «literatura» especializada, os gestores de ativos serem incluídos na categoria (de extensão algo indeterminada) dos investidores institucionais.

³³ Também a SEC (*Securities and Exchange Commission*) dos EUA começou em 2003 a exigir dos investidores institucionais registados a publicitação das políticas de voto e dos votos emitidos. Mas, parece, sem que daí hajam resultado alterações substanciais no envolvimento dos mesmos na vida das sociedades – EDWARD B. ROCK, «Institutional investors in corporate governance» (2015), *Faculty Scholarship at Penn Law*. 1458, p. 18, s.

³⁴ V. LARCKER/TAYAN, *ob. cit.*, p. 350, com um quadro relativo aos dez investidores institucionais com maior número de votos. Especificamente para os três maiores gestores de ativos (BlackRock, Vanguard, State Street), v. JAN FICHTNER/EELKE M. HEEMSKERK/JAVIER GARCIA-BERNARDO, «Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk», *Business and Politics*, 2017, p. 317-319. Mais em geral, v. LUCIAN BEBCHUK/ALMA COHEN/SCOTT HIRST, «The agency problems of institutional investors», *Journal of Economic Perspectives* 31 (2017), p. 101: os maiores gestores de investimentos evitam habitualmente apresentar propostas de deliberação, designar administradores ou liderar *proxy contests*.

³⁵ Não vale o mesmo, é sabido, para os *hedge funds*. Sobre a atuação típica destes fundos, v. A. SOVERAL MARTINS, «Sustentabilidade das empresas, ‘gafanhotos’ e ‘alcateias de lobos’», em *Diálogos com Coutinho de Abreu cit.*, p. 26, s. Há outros fundos «ativistas», mas em geral menos e com muito menor êxito nas iniciativas do que os *hedge funds* – v. LARCKER/TAYAN, *ob. cit.*, p. 351, s.

³⁶ Cfr. COUTINHO DE ABREU, *Governança...*, p. 18-19.

(beneficiando inclusive investidores concorrentes – *free rider problem*), o enfraquecimento da opção «saída», o risco «político» de associação a ineficiências das administrações ou a influências extra-societárias³⁷, o receio de perda de oportunidades de prestação de serviços (*v. g.*, de investimento e de gestão de fundos de pensões) às sociedades em que participam?³⁸

Não admira, por isso, que os (grandes) investidores institucionais prefiram *atuações extra-orgânicas* (fora da relativa publicidade das assembleias), tentando influenciar os administradores das sociedades em encontros pessoais, comunicações escritas etc. Confirmando-se assim que também os novos «acionistas empresários» decidem fora das assembleias e fora delas emitem recomendações e diretivas às administrações (geralmente recetivas) ...

Volvendo aos «considerandos» da DDA II: é verosímil que um maior envolvimento dos acionistas na governação das sociedades possa, em regra, contribuir para um desempenho promotor dos fatores ESG?³⁹ Os acionistas, típicos titulares de interesses egoístico-lucrativos, aceitarão voluntariamente que a «máquina» societária transporte sistematicamente (também) fins altruísticos e de «responsabilidade social»? Não é certo que quase todas as propostas deliberativas de índole social e ambiental dos fundos de «responsabilidade social» têm sido rejeitadas?⁴⁰

Não quer tudo isto dizer que não defendo o reforço dos poderes dos acionistas. Sem reclamar o regresso (impossível) ao modelo oitocentista da sociedade anónima, *apoio o reforço da competência*, inclusive em matérias de gestão, do órgão deliberativo interno, da coletividade dos acionistas⁴¹. Se há, como há, conflitos de interesses entre o grupo de acionistas de comando e a administração, de um lado, e os acionistas minoritários, do outro (nas sociedades de capital concentrado) ou entre a administração e a generalidade dos acionistas (pese embora a influência dos investidores institucionais) – nas sociedades de capital disseminado –, revelem-se então esses conflitos à luz das assembleias e faça-se delas um foro de informação, discussão, controlo e decisão para as questões mais importantes da sociedade.

³⁷ É típico dos «fundos soberanos» (*sovereign wealth funds*) uma conduta passiva, também para evitar a suspeita de influência de governos estrangeiros (mas o fundo de pensões do governo norueguês tem tido iniciativas de carácter social e ambiental) – *cfr.* LARCKER/TAYAN, *ob. cit.*, p. 349.

³⁸ *Cfr.* p. ex. BEBCHUK/COHEN/HIRST, *ob. cit.*, p. 102-103, e FICHTNER/HEEMSKERK/GARCIA-BERNARDO, *ob. cit.*, p. 302.

³⁹ Entre outros, com perspectiva otimista, *v.* LISA M. FAIRFAX, «Social activism through shareholder activism», *Washington and Lee Law Review*, 2019, p. 1129, s., em especial p. 1155, s. e, com perspectiva pessimista, *v.* LORRAINE TALBOT, «Why shareholders shouldn't vote: a marxist-progressive critique of shareholder empowerment», *The Modern Law Review*, vol. 76 (2013), p. 791, s., 812, s.

⁴⁰ *V.* LARCKER/TAYAN, *ob. cit.*, p. 355-356.

⁴¹ *V.* p. ex. *Governança...*, p. 48-49, 54-55, 57.

Regressemos uma vez mais aos «considerandos» da DDA II. Também aí se fala, recorde-se, das vantagens de «um maior envolvimento de todas as partes interessadas, em particular dos trabalhadores, no governo das sociedades». Mas não se vê na Diretiva nenhuma norma atribuindo (novos) papéis a estes atores (são apenas figurantes?) ...

3.2. Para a democracia económica e social na empresa?

3.2.1. Com maior ou menor reforço dos poderes dos acionistas, parece certo que a concentração do poder (competência) societário no órgão de administração veio para ficar. *Que interesses devem os administradores procurar satisfazer?*

Enquanto vigorou o «sistema da concessão», as sociedades anónimas tinham (também) finalidades públicas - o poder político autorizava a criação tendo em vista a promoção de fins (que considerava) de utilidade geral. Superado esse regime, o fim exclusivo ou principal das sociedades passou a ser a maximização dos lucros para os acionistas.

No entanto, durante quase todo o séc. XX e no primeiro vinténio do séc. XXI não foi pequeno o debate acerca dos interesses prosseguíveis pelas sociedades (dirigidas pelos administradores). No essencial, as diversas conceções podem ser reunidas e resumidas nas contraposições *contratualismo/institucionalismo*, *shareholder value/stakeholder value*, *monismo/dualismo* ou *pluralismo* - devem ser satisfeitos os interesses (comuns) dos sócios, ou devem ser satisfeitos os interesses não só de sócios, mas também de outros sujeitos (variando a extensão destes entre trabalhadores, consumidores, fornecedores, comunidades locais e nacionais...)⁴².

Leis societárias de vários países prescrevem o dever (jurídico) de os administradores atuarem também no interesse de *stakeholders*; ainda em maior número, códigos de *corporate governance* recomendatórios proclamam dever («moral») de conteúdo idêntico⁴³. E em países onde a lei quase nada diz a respeito também foi ganhando peso (na doutrina) o *stakeholderism* (mais instrumental do que finalístico)⁴⁴.

⁴² Cfr. PIER G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Giuffrè, Milano, 1964, p. 18, s., LUCIAN A. BEBCHUK/ROBERTO TALLARITA, «The illusory promise of stakeholders governance», 2020 (disponível em ssrn.com/abstract=3544978), p. 6, s., COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, p. 277, s. Especialmente sobre a evolução das perspetivas na Alemanha e na França, v. HOLGER FLEISCHER, «Unternehmensinteresse und intérêt social: Schlüsselfiguren aktienrechtlichen Denkens in Deutschland und Frankreich», *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2018, p. 704, s.

⁴³ V. exemplo de umas e outros em COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, p. 284, s. e RUI P. DIAS/MAFALDA DE SÁ, «Deveres dos administradores e sustentabilidade», em AA.VV., *Administração e governo das sociedades*, Almedina, Coimbra, 2020, p. 36, s., 75-76.

⁴⁴ Por exemplo, para Espanha cfr. FERNANDO CARBAJO CASCÓN, «Deber de lealtad de los socios y conflictos de intereses con la sociedad», em *Diálogos com Coutinho de Abreu* cit., p. 258, s.; para a Alemanha e a Itália, cfr. GIUSEPPE B. PORTALE, «Diritto societario tedesco e diritto societario italiano in dialogo», *ibid.*, p. 298, s.; ainda para a Alemanha, cfr. o apontamento de KLAUS J. HOPT, «Der Deutsche Corporate Governance Kodex 2020 - Ein kritischer Überblick», *ibid.*, p. 583-584.

Ano notável para o reforço do discurso *stakeholderist* foi o de 2019 (antes da Covid-19 – será outro fator de reforço, ou de desmitificação?⁴⁵). Em França, a chamada Lei PACTE (de 22 de maio de 2019) alterou, entre outros, o art. 1833 do *Code Civil* e os arts. L 225-35 e L 225-64 do *Code de Commerce* prescrevendo um *intérêt social* alargado (os administradores devem atuar em conformidade com o interesse da sociedade, «en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité»)⁴⁶. No RU, The British Academy publicou os *Principles for Purpose Business* (onde se lê, *v.g.*, que «[t]he purpose of business is to profitably solve the problems of people and planet, and not profit from causing problems», «[c]orporate purpose should create value for both shareholders and stakeholders»). Surpreendentemente, a BRT (Business Roundtable), que associa CEOs das maiores empresas estadunidenses, publicou novo «Statement on the Purpose of a Corporation», comprometendo-se eles a proporcionar valor aos clientes, investir nos empregados, lidar justa e eticamente com os fornecedores, apoiar as comunidades onde as empresas laboram e (por fim!) gerar valor de longo prazo para os sócios. E, na peugada da BRT, World Economic Forum publicou «Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution».

E, todavia, especialmente depois dos anos 80, o grande guia na *praxis* da administração das sociedades era o *shareholder value* (apesar do estremeção da crise iniciada em 2007). Algo mudou ou está a mudar substancialmente? Algo está a mudar para que tudo fique mais ou menos na mesma?

3.2.2. O institucionalismo presente em várias leis a propósito dos deveres dos administradores tem-se revelado inconsequente, porquanto as faltas de atendimento dos interesses dos stakeholders não têm praticamente qualquer sanção – só os sócios, não as (outras) partes interessadas, têm o direito de designar, não reeleger e destituir os administradores, bem como o direito de promover ações de responsabilidade contra estes por danos causados à sociedade (ao «interesse da sociedade»)⁴⁷.

Os textos recomendatórios do stakeholderism – alinhados, em geral (ao menos na forma), com o ideário da «responsabilidade social das empresas» – têm ainda menos eficácia (não são juridicamente vinculativos). Embora contenham vários aspetos positivos, alimentam também equívocos e possibilitam prejuízos⁴⁸.

⁴⁵ *The Economist*, 17 de abril de 2021: «Members of the Business Roundtable [v. *infra*] who took the pledge to look after all their stakeholders went on to cut hundreds of thousands of jobs last year, and are busy campaigning against tax rises to pay for the social cost of the pandemic».

⁴⁶ V. PIERRE-HENRI CONAC, «Le nouvel article 1833 du Code Civil français et l'intégration de l'intérêt social et de la responsabilité sociale d'entreprise: constat ou révolution?», *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale* 3/2019, p. 497, s., SOPHIE SCHILLER, «L'évolution du rôle des sociétés depuis la loi PACTE», *ibid.*, p. 517, s.

⁴⁷ V. COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, p. 287, s.

⁴⁸ V. COUTINHO DE ABREU, «CSR...», p. 1093, s. Para uma crítica extensa ao *stakeholderism* (presente no citado *Statement* da BRT), mas da perspetiva do *shareholderism*, v. BEBCHUK/TALLARITA, *ob. cit.*, p. 2, s., 53, s.

Tomar a sério os direitos económicos e sociais nas sociedades passa pelo empowerment dos stakeholders⁴⁹, atribuindo-lhes o poder de apresentar organicamente os seus direitos e interesses e dotando-os de meios de reação judicial à ofensa desses direitos e interesses.

Porquê atribuir voice aos acionistas e não, por exemplo, aos trabalhadores? Por aqueles serem os residual claimants, com o risco de os seus investimentos não serem remunerados depois de satisfeitos os direitos dos stakeholders? Mas, além de se poder dizer que os sócios só são «credores residuais» quando a sociedade é liquidada⁵⁰, os trabalhadores também investem a sua força de trabalho e sofrem (entre outros) o risco de despedimento, inclusive por encerramento da empresa (deslocalizada ou não). E, ao invés de muito acionistas, que em nada contribuem para a sociedade⁵¹, os trabalhadores (ou boa parte deles) são essenciais para o êxito da mesma⁵². Porquê, então, não admitir o direito de os trabalhadores elegerem representantes para o órgão de administração⁵³ ou de fiscalização⁵⁴ da sociedade, ou de outro órgão social?⁵⁵⁻⁵⁶

⁴⁹ V. FRANCESCO DENOZZA, «Rendere lo sviluppo sostenibile e democratico», em Daniela Catarino/Ivan Ingravallo (a cura di), *L'impresa sostenibile – Alla prova del dialogo dei saperi*, Euriconv, Italia (Lecce), 2020, p. 36, s.

⁵⁰ LYNN STOUT, «The shareholder value myth» (2013), *Cornell Law Faculty Publications*, Paper 771, p. 4.

⁵¹ Basta pensar nas sociedades cotadas: a grande maioria das ações é transacionada no mercado secundário, as contrapartidas não entram no património das sociedades e muitos dos adquirentes tornam-se acionistas absentistas.

⁵² V. tb. PEDRO J. MAGALHÃES, *Governo societário e sustentabilidade da empresa – Stakeholders model vs shareholders model*, Almedina, Coimbra, 2019, p. 104.

⁵³ V. p. ex. I. TCHOTOURIAN/J. BERNIER/C. TREMBLAY-POTVIN, «Les cinq mythes de la gouvernance d'entreprise: perspective économique-juridique nord-américain», *Revue Internationale de Droit Économique*, 2017, p. 35.

⁵⁴ Como sucede, nomeadamente, na Alemanha por via das leis de *Mitbestimmung* – v. sobre elas TOBIAS HAMANN, «Da Cogestão dos trabalhadores no órgão de fiscalização das sociedades anónimas e das sociedades por quotas – um instituto prestável?», *DSR* 20 (2018), p. 149, s.

⁵⁵ V., a propósito, o n.º 2 do art. 12 da proposta de Diretiva mencionada *supra*, no n.º 2.2.3.: «Large undertakings shall set up an advisory committee tasked with advising the governing body of the undertakings on due diligence matters and propose measures to cease, monitor, disclose, address, prevent and mitigate risks. Advisory committees shall include stakeholders and experts in their composition».

⁵⁶ RIPERT, *ob. cit.*, p. 120, 303, s., dizia ser um erro fazer participar (direta ou indiretamente) os trabalhadores na gestão das sociedades, erro resultante da confusão entre sociedade e empresa (*entreprise*), que «n'ont rien de commun» – «[L]a société c'est le capital organisé; les travailleurs n'ont pas plus à intervenir dans cette organisation du capital que les actionnaires n'ont à intervenir dans les comités d'entreprises». Embora sociedade e empresa (em sentido objetivo) não se confundam – v., desenvolvidamente, COUTINHO DE ABREU, *Da empresarialidade...*, p. 214, s. –, há uma relação estreita entre uma e outra (estruturas orgânicas de direção e controlo daquela são-no também desta). Pelo que a não confusão entre uma e outra realidade não é impedimento lógico para aquela participação dos trabalhadores. Sem necessidade, portanto, de (no domínio das construções teóricas) se recorrer a certas (progressivas) «teorias da identidade» entre sociedade e empresa (concebida como *Sozialverband*) propugnadas por alguns autores alemães (mormente nos anos 80 do século passado – cfr. *Da empresarialidade...*, p. 217, s.).