

Evaristo Mendes<sup>1</sup>

## **Governança Societária e Justiça Intergeracional<sup>2</sup>**

(*Corporate Governance and Intergenerational Justice*)

*Palavras-chaves:* governança societária - governo das sociedades - justiça intergeracional - desenvolvimento sustentável - administradores - deveres de gestão

*Keywords:* corporate governance - intergenerational justice - sustainable development - directors - fiduciary duties

*Mots-clés:* gouvernance d'entreprise - justice intergénérationnelle - développement durable - devoirs des administrateurs

*Resumo:* A governança societária (*corporate governance*) é genericamente um conjunto articulado de estruturas, regras de competência e funcionamento, normas de comportamento, princípios, recomendações, incentivos e boas práticas, aplicáveis a uma sociedade comercial ou nela observáveis, tendo como objetivo (i) contribuir para otimizar o seu funcionamento e o exercício da atividade produtiva que constitui o seu objeto, de forma sustentável e no longo prazo, em benefício de todos os seus sócios, (ii) levando em consideração a função económico-social geral que a sociedade mercantil, com a respetiva empresa, é chamada desempenhar enquanto elemento nuclear do tecido produtivo nacional, bem como a sua condição de célula social básica, espaço de vida e realização pessoal e profissional. A par desta noção lata, compreendendo normas de direito estrito (*hard law*) e de direito brando (*soft law*), e relativa às sociedades mercantis de estrutura corporativa, a governança societária também se reconduz correntemente a este direito brando, de carácter essencialmente recomendatório e dominado pelo princípio «cumpro ou explica porque não cumpres», e tem como referência apenas ou primacialmente as sociedades anónimas abertas.

A *justiça intergeracional* apresenta uma relação estreita com o ambiente, os recursos naturais e o desenvolvimento sustentável. Embora as questões ambientais (sustentabilidade ecológica ou ambiental) sobressaiam, também assumem papel relevante fenómenos de outra índole, como os da dívida pública ou do crónico e excessivo endividamento das organizações produtivas privadas (sustentabilidade financeira), das oportunidades de trabalho para as gerações mais novas se alargarmos o conceito à justiça temporal entre gerações, etc.

---

1 Professor Convidado da Escola de Lisboa da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa.

2 O texto correspondente a este título (de que se divulga aqui um resumo e um apêndice alargados, o sumário, a introdução e a bibliografia) destina-se à obra coletiva *Justiça Intergeracional e Sustentabilidade*, coordenada por Gonçalo de Almeida Ribeiro e Jorge Pereira da Silva (Escola de Lisboa da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa) e promovida pela Fundação Francisco Manuel dos Santos (UCE 2017).

Os estudos e instrumentos de *governança societária* não estão, em geral, pensados para promover a justiça intergeracional. Dela podem, no entanto, resultar benefícios ou efeitos positivos neste domínio e um papel coadjuvante na efetividade do sistema de proteção legal existente. Esta conclusão ainda sai reforçada quando o tema é visto à luz do pertinente texto constitucional.

*Sumário:*

## **Introdução**

**1. Possíveis efeitos positivos da governança societária na realização da justiça intergeracional. Enunciado geral** 1.1 *Governança societária e sustentabilidade transgeracional. Modelos de governança*; 1.2 *Governança societária e a questão ambiental*; 1.3 *Governança das sociedades familiares*; 1.4 *Políticas remuneratórias, compensatórias e de dividendos*

**2. Governança societária e justiça intergeracional nas sociedades abertas** 2.1 *Livro Branco sobre corporate governance em Portugal*; 2.2 *Código de Governo das Sociedades da CMVM*; 2.3 *Código de Governo das Sociedades do IPCG*; 2.4 *Código de governança corporativa brasileiro*; 2.5 *Instrumentos da União Europeia*; 2.6 *OCDE e G20*; 2.7 *Síntese conclusiva*

**3. Governança societária e justiça intergeracional nas sociedades fechadas**

**4. Perspetiva integrada da governança societária. Enquadramento constitucional** 4.1 *Desenvolvimento sustentável e solidariedade intergeracional*; 4.2 *Liberdade de empresa e modelo sócio-económico constitucional*; 4.3 *Entendimento dominante do artigo 64.1 do CSC*; 4.4 *O artigo 64.1 do CSC à luz da Constituição. Modelos de governança*

**Apêndice - Modelos de governança societária**

## **Bibliografia**

### **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 carácter 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 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 sócio-económico, em especial do tecido produtivo nacional, é chamada 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 «cumpro ou explica porque não cumpro» [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 que 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 governança 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 subsequente 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 sócio-económico 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 e fornecem-se alguns dados adicionais em apêndice [veja-se também 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* [cfr., por ex., 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 [por ex., 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 sócio-económica 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 perspetiva 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 sistémica, 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 económico 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.

(*omissis*)

#### *Apêndice*

### **Modelos de governança societária**

Fornecem-se neste apêndice alguns elementos para uma melhor compreensão dos principais modelos teóricos de governança societária. Antes, porém, uma breve nota terminológica.

Como se observou, utilizamos preferencialmente as expressões *governança societária* e *governança corporativa* ou *societário-corporativa*. Mas também usamos as expressões *governança* e *governo* das sociedades, correntes em Portugal, e, até a expressão *corporate governance* (abreviadamente, CG), internacionalmente consagrada. Poderíamos, igualmente, servir-nos das expressões *governança empresarial* ou *societário-empresarial* - e, a favor destas, seria curial invocar, *inter alia*, que o tecido produtivo tende a ser predominantemente composto por empresas plurissocietárias, recuando a forma societária para segundo plano - mas elas apresentam a desvantagem de poderem ser conotadas com alguns dos modelos. É certo que a expressão *governança societária* também pode conotar-se com a teoria dominante da criação de valor ou riqueza para os sócios/acionistas, colocando a empresa num plano subordinado, mas, apesar de tudo, é mais neutra. Acerca da questão, explicando a correção e propriedade do termo *governança*, cf. Garcia (2007), nota 604, pp. 306 *et seq.* Sobre o problema, cf. também Olavo Cunha (2016), nota 820, p. 550.

Sumário: **1. Modelos que defendem o primado do valor acionário; 2. Modelos alternativos (pluralistas). A) - *Team production theory*; 3. Modelos alternativos (pluralistas). B) - *Criação de valor partilhado*; 4. Modelos alternativos (pluralistas). C) - *RSE/CSR*; 5. Modelos alternativos (pluralistas). D) – *Teoria das partes interessadas (stakeholders)*; 6. Modelos alternativos (pluralistas). E) – *Doutrina da empresa*; 7. O problema da competitividade dos modelos pluralistas; 8. DSI e outros textos**

## **1. Modelos que defendem o primado do valor acionário**

1.1 Friedman, no artigo intitulado "The Social Responsibility of Business Is To Increase Its Profits" (1970), reafirma o já escrito em 1962 (pp. 133 et seq.), mormente o seguinte: "There is one and only one social responsibility of business – to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud." Transcrevem-se algumas passagens:

"In a free-enterprise, private-property system, a corporate executive is an employee of the owners of the business. He has direct responsibility to his employers. That responsibility is to conduct the business in accordance with their desires, which generally will be to make as much money as possible while conforming to their basic rules of the society, both those embodied in law and those embodied in ethical custom". "The situation of the individual proprietor is somewhat different. If he acts to reduce the returns of his enterprise in order to exercise his "social responsibility," he is spending his own money, not someone else's. If he wishes to spend his money on such purposes, that is his right and I cannot see that there is any objection to his doing so."

"But the doctrine of "social responsibility" taken seriously would extend the scope of the political mechanism to every human activity. It does not differ in philosophy from the most explicitly collective doctrine. It differs only by professing to believe that collectivist ends can be attained without collectivist means. That is why, in my book *Capitalism and Freedom*, I have called it a "fundamentally subversive doctrine" in a free society, and have said that in such a society, "there is one and only one social responsibility of business—to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud."

Vejam-se também Meckling & Jensen, 1976. Michael C. Jensen & William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3 (1976), pp. 305-360. O artigo, que adquiriu uma grande projeção no pensamento económico, dá uma especial ênfase à chamada «relação de agência» entre acionistas e gestores ["We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent" - p. 308] e respetivos custos, considerando a «firma»/empresa uma teia voluntária ou essencialmente voluntária de relações e interações dos participantes que nela investem recursos (*nexus of contracts*) - modelo contratualista - e uma ficção jurídica (pp. 310 *et seq.*) no quadro da qual os gestores da teia são «agentes» dos acionistas (ditos «principais», com posição privilegiada na teia) e entendendo que a prossecução pelos primeiros de outros objetivos que não a maximização do valor dos segundos implica a perda de riqueza (pp. 312 *et seq.*). Lê-se no resumo:

"This paper integrates elements from the theory of agency, the theory of property rights and the theory of finance to develop a theory of the ownership structure of the firm. We define the concept of agency costs, show its relationship to the 'separation and control' issue, investigate the nature of the agency costs generated by the existence of debt and outside equity, demonstrate who bears these costs and why, and investigate the Pareto optimality of their existence. We also provide a new definition of the

firm, and show how our analysis of the factors influencing the creation and issuance of debt and equity claims is a special case of the supply side of the completeness of markets problem.

The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company."

**1.2 Jensen (2002), no artigo "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function" (2002), fala na maximização esclarecida do valor da empresa e no «stakeholder» esclarecido, escrevendo designadamente:**

"In this article, I offer a proposal to clarify what I believe is the proper relation between value maximization and stakeholder theory, which I call enlightened value maximization. Enlightened value maximization utilizes much of the structure of stakeholder theory but accepts maximization of the long-run value of the firm as the criterion for making the requisite tradeoffs among its stakeholders, and specifies long-term value maximization or value seeking as the firm's objective" (sumário); "[value maximization states that managers should make all decisions so as to increase the total long-run market value of the firm. Total value is the sum of the values of all financial claims on the firm, including equity, debt, preferred stock, and warrants" (p. 236); "There is a way out of the conflict between value maximizing and stakeholder theory for those interested in improving management, organizational governance, and performance. It lies in melding together what I call enlightened value maximization and enlightened stakeholder theory" (p. 245); "short-term profit maximization is a sure way to destroy value. This is where enlightened stakeholder theory can play an important role. We can learn from the stakeholder theorists how to lead managers and participants in an organization to think more generally and creatively about how the organization's policies treat all important constituencies of the firm. This includes not just financial markets, but employees, customers, suppliers, the community in which the organization exists, and so on" (p. 245); "Indeed, it is obvious that we cannot maximize the long-term market value of an organization if we ignore or mistreat any important constituency. We cannot create value without good relations with customers, employees, financial backers, suppliers, regulators, communities, and so on. But having said that, we can now use the value criterion for choosing among those competing interests. I say competing interests because no constituency can be given full satisfaction if the firm is to flourish and survive. Moreover, we can be sure, externalities and monopoly power aside, that using this value criterion will result in making society as well off as it can be." (p. 246); "Enlightened stakeholder theory is easy to explain. It can take advantage of most that stakeholder theorists offer in the way of processes and audits to measure and evaluate the firm's management of its relations with all important constituencies. Enlightened stakeholder theory adds the simple specification that the objective function of the firm is to maximize total long-term firm market value. In short, changes in total long term market value of the firm is the scorecard by which success is measured." (p. 246)

Escreve, ainda:

"I argue that a firm that adopts stakeholder theory will be handicapped in the competition for survival because, as a basis for action, stakeholder theory politicizes the corporation, and it leaves its managers empowered to exercise their own preferences in spending the firm's resources" (p. 237); "Because stakeholder theory provides no criteria for what is better or what is worse, it leaves boards of directors and executives in firms with no principled criterion for problem solving. Firms that try to follow the dictates of stakeholder theory will eventually fail if they are competing with firms that are behaving so as to maximize value." (p. 242)

**1.3 Reino Unido. Companies Act de 2006. Depois de no § 170 (1) estabelecer que "the general duties specified in sections 171 to 177 are owed by a director of a company to the company", o § 172 deste CA dispõe:**

"(1) A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the *success of the company for the benefit of its members as a whole*, and in doing so *have regard* (amongst other matters) to — (a) the likely consequences of any decision in the *long term*, (b) the interests of the company's *employees*, (c) the need to foster the company's business relationships with *suppliers, customers* and others, (d) the impact of the company's operations on the *community* and the

*environment*, (e) the desirability of the company maintaining a *reputation* for high standards of business conduct, and (f) the need to *act fairly as between members* of the company. (2) Where or to the extent that the purposes of the company consist of or include purposes other than the benefit of its members, subsection (1) has effect as if the reference to promoting the success of the company for the *benefit of its members* were to achieving those purposes. (3) the duty imposed by this section has effect subject to any enactment or rule of law requiring directors, in certain circumstances, to consider or act in the interests of creditors of the company."

Note-se, ainda, que o § 261 apenas prevê a proposição de uma eventual ação por violação dos deveres em causa pelos acionistas. Não por outros interessados.

Para mais indicações acerca da doutrina do acionista iluminado no Direito inglês e respetivo impacto, dentro e fora do país de origem, cfr., entre nós, designadamente, Câmara (2008), pp. 38 *et seq.*, e, sobretudo, Serra (2011), pp. 221 *et seq.*, 241 *et seq.*, também com uma análise do artigo 64.º do CSC à luz da mesma (pp. 244 *et seq.*) e relacionando-a com a RSE/CSR referida adiante (pp. 253 *et seq.*).

**1.4 EUA - ALI.** Nos *Principles of Corporate Governance*, editados pelo American Law Institute (ALI), os administradores devem exercer as suas funções de boa fé e do modo que razoavelmente considerem ser o melhor para o interesse da sociedade [§ 4.01 (a)]. Mas, além da prossecução do lucro desta e dos acionistas, admite-se a possibilidade de serem levadas em conta considerações *éticas*, que sejam razoavelmente tidas como apropriadas para uma gestão responsável do negócio, bem como a afetação de um valor razoável a fins humanitários, educativos, etc. (§ 2.01). Dispõe-se no § 2.01 (a) que "a corporation should have as its objective the conduct of business activities with a view to *enhancing corporate profit and shareholder gain*". Na al. (b), acrescenta-se que, mesmo se tal não acontecer, além de deve respeitar a lei (1), ela "(2) May take into account *ethical considerations that are reasonably regarded as appropriate to the responsible conduct of business*" e "(3) May devote a reasonable amount of resources to *public welfare, humanitarian, educational, and philanthropic purposes*".

Sobre o assunto, cfr., por exemplo, Melvin Eisengberg, «An Overview of the Principles of Corporate Governance», *The Business Lawyer* 48 (1993), pp. 1271-1296, 1275s *et seq.* artigo disponível em <http://scholarship.law.berkeley.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3024&context=facpubs> (consulta. 9.01.2017). Sobre os princípios, em geral, vejam-se, do ALI, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations* (2016).

**1.5 Portugal.** Alves, no artigo intitulado "Uma perspetiva económica sobre as (novas) regras de *corporate governance* do Código das Sociedades Comerciais" (2007), afirma, designadamente, que a *corporate governance* deve reservar-se para a relação entre a empresa e os acionistas, protegendo estes perante os gestores e, nas sociedades de capital concentrado, também perante os acionistas controladores (pp. 174, 180 *et seq.*, 182 *et seq.*). Todavia, perante reconhecidas insuficiências, técnicas, legais e administrativas, no que respeita ao problema das externalidades, importa estimular mecanismos complementares, incluindo a definição pelos acionistas, em AG, da política de desenvolvimento sustentado e de responsabilidade social que desejem aplicar às suas empresas, bem como a sua fiscalização periódica (pp. 181 *et seq.*).

O ponto de partida é o de que «o interesse da empresa coincide com o interesse dos seus acionistas», sendo «nesse interesse que a empresa deve ser gerida», «e é aos acionistas que os respetivos gestores devem lealdade» (pp. 180 *et seq.*). Na verdade, a conciliação entre o interesse dos acionistas e o dos demais interessados passa pelo seguinte: i) se a causa da divergência de interesses residir na existência de estruturas de mercado não concorrenciais, a conciliação faz-se através da regulação e fiscalização desses mercados; se a causa forem externalidades negativas, devem melhorar-se os mecanismos tecnológicos,

técnicos e legais de modo a imputar os custos a quem tira benefícios; ii) perante as insuficiências destes mecanismos (que importa reconhecer), a conciliação deve ser promovida de várias formas, como a denúncia de más práticas, que afetam a *imagem* da empresa (uma opinião pública informada, atenta e interveniente é aqui importante) e a *autorregulação* empresarial, estipulando padrões sociais e ambientais de comportamento (de modo a que não haja desvantagem competitiva de quem se rege por padrões mais exigentes) (p. 181). Mas a [*regulação intra-empresarial*] também pode desempenhar um papel importante: é desejável que os acionistas – não os gestores – definam em AG as «políticas de desenvolvimento sustentado e de responsabilidade social que desejam ver aplicadas às suas empresas, e procedam à sua avaliação periódica», como se recomenda no Livro Branco (p. 182). Em suma, estamos aqui perante *restrições* à maximização do valor acionista, mas decorrentes de lei adequada e/ou (desejavelmente) de diretrizes dos próprios acionistas, únicos na sociedade com legitimidade para decidir acerca do assunto, não os gestores (p. 182). Quanto à CG, ao legislador cabe apenas estabelecer os quadros normativos que induzam a uma efetiva proteção dos investidores (p. 182). Note-se que, de todos os interessados com interesses potencialmente conflitantes, os acionistas (minoritários) são os mais vulneráveis, a que acrescem pequenos credores obrigacionistas, mas não tanto fornecedores e credores financeiros (pp. 184 *et seq.*).

NB: Tenha-se presente que, numa sociedade anónima, em matéria de gestão, o órgão de administração tem poderes próprios independentes.

**1.6 Ponto de vista de um empresário.** O autor do livro *Enlightened Entrepreneurship: How to start and scale your business without losing your sanity*, BodeTree Books, 2016, e CEO de BodeTree, Christopher Meyers, a partir de uma história sobre o preço de um medicamento de uma farmacêutica e de declarações do respetivo CEO ("I am running a business", "I am a for-profit business"), publicou recentemente na Internet o texto intitulado "The New 'Rules Of The Game': Balancing Profits And Social Responsibility In The 21st Century", disponível em <https://www.forbes.com/sites/chrismyers/2016/08/30/the-new-rules-of-the-game-balancing-profits-and-social-responsibility-in-the-21st-century/#12efa9183afb>. O autor comenta a citação corrente de Milton Friedman acerca da responsabilidade do negócio, afirmando designadamente:

"When you read the quote in its entirety, one phrase sticks out in particular. Friedman states that businesses should engage in activities designed to increase profits "so long as it stays within the rules of the game." Friedman, and most people for that matter interpreted that statement as referring to the need to avoid fraudulent activity. However, I have a slightly different interpretation." "The "rules of the game" that Friedman talks about are changing. Our society is evolving towards one that articulates its set of social values and demands certain behaviors from the companies we engage with. Business leaders, like Heather Bresch, must recognize this and factor that societal change into their decisions." "The great mistake that leaders make is failing to take this societal change into account. The temptation to reduce people down to spreadsheet assumptions is strong but misguided. We do not operate in a rational market, and more often than not public perception is reality. While hiking prices for a potentially life-saving drug may make academic sense regarding increasing shareholder value, negative public perception and demonization can destroy value in the long-run." "Shareholders are better served by leaders who take into account the new "rules of the game" and make nuanced decisions. In today's day and age, the blind pursuit of profit maximization in the traditional sense will ultimately fail. Businesses must be smart, and think about the social impact of their decisions. When businesses recognize the new rules of the game and navigate the marketplace intelligently, they will find a path that avoids the pitfalls that Mylan encountered and ultimately increases shareholder value."

Note-se, no entanto, que Friedman reconhecia a existência de uma prática de RSE/CSR, embora não concordasse com ela, mormente quando «imposta», e que, nas regras do jogo, acaba por incluir não apenas o direito estrito mas também regras básicas de ética social: "basic rules of the society, both those embodied in law and those embodied in ethical custom".

**1.7** Há também quem defenda que o objetivo a prosseguir pela administração da sociedade é a maximização do valor dos acionistas, no longo prazo, mas integre tal objetivo num modelo de

governança centrado nos administradores (*primado do CA*). É o caso de Bainbridge (cf. «infra», 2.3).

## 2. Modelos alternativos (pluralistas). A) - *Team production theory*

2.1 Blair & Stout, no artigo "A Team Production Theory of Corporate Law" (1999), criticam a doutrina dominante da primazia do valor acionário e constroem a sua própria teoria (o texto encontra-se disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=425500](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=425500) (última consulta: 9.01.2017)). Salienta-se o que se segue.

A teoria - reconduzível à concepção económica da «firma» como umnexo ou teia de investimentos específicos -, acha-se desenvolvida para as sociedades abertas (*public corporations*), com capital disperso, tendo subjacente a ideia de que os acionistas não são os «donos» da sociedade (nem muito menos esta é mera forma associativa dos mesmos, identificável com eles), mas simples investidores, titulares de ações que lhes conferem certos direitos. Encontra-se entre, por um lado, a teoria monista do primado dos acionistas e da criação de valor para eles (com mais ou menos consideração «subordinada» dos interesses de outros *stakeholders* importantes para a sustentabilidade do negócio ou organização) e, por outro lado, o pluralismo de interessados da teoria dos *stakeholders*. Para o tema da governança societária, realça-se sobretudo que os administradores - cujo conselho ocupa naquelas sociedades o lugar principal - devem funcionar como uma instância de mediação da sociedade-empresa como um todo, com as várias partes interessadas (não apenas acionistas), cujos interesses carecem de ser harmonizados e importa fazer convergir, encorajando a realização de investimento específicos por esses vários membros da «equipa» de produção e reduzindo comportamentos oportunistas.

No fundo, por um lado, nega-se o primado acionista, considerando que em tais sociedades os acionistas são meros detentores de ações com certos direitos, uma categoria de investidores (*equity investors*), e não os donos (*owners*) da sociedade e respetiva empresa ou negócio, por outro lado, entende-se que a maneira mais eficiente de gestão de tais sociedades consiste na criação de valor para as partes interessadas (*stakeholders*) em sentido estrito, aquelas que nelas fazem um investimento específico; não apenas para uma delas, os acionistas. No centro da organização e da respetiva governança encontra-se o conselho de administração (*CA: board of directors*), que funciona como instância hierárquica de mediação e coordenação dos contributos e interesses dos *stakeholders*, perante os quais tem deveres fiduciários (*fiduciary duties*), de cuidado e lealdade, e que supervisiona a atividade dos administradores executivos (*managers*). Trata-se portanto de uma espécie de «mediador fiduciário independente» - não sujeito ao controlo ou supervisão de nenhum dos participantes investidores mas vinculado por deveres fiduciários (cujo alcance não se esclarece) - incumbido de atrair e afetar recursos/investimentos específicos à criação de valor coletivo e de promover uma repartição adequada deste pelos participantes. Nesta medida, ao primado dos acionistas, contrapõe-se aqui o primado do conselho de administração, como órgão distinto dos acionistas e também dos administradores que gerem operacional e efetivamente a empresa social.

Lê-se no resumo, designadamente:

«We (...) argue that the unique legal rules governing publicly-held corporations are instead designed primarily to address a different problem - the "team production" problem - that arises when a number of individuals must invest firm-specific resources to produce a nonseparable output. In such situations team members may find it difficult or impossible to draft explicit contracts distributing the output of their joint efforts, and, as an alternative, might prefer to give up control over their enterprise to an independent third party charged with representing the team's interests and allocating rewards among team members. Thus we argue that the essential economic function of the public corporation is not to address principal-agent

problems, but to provide a vehicle through which shareholders, creditors, executives, rank-and-file employees, and other potential corporate "stakeholders" who may invest firm-specific resources can, for their own benefit, jointly relinquish control over those resources to a board of directors». «The team production model (...) carries important normative implications for legal and popular debates over corporate governance, because it suggests that maximizing shareholder wealth should not be the principal goal of corporate law. Rather, directors of public corporations should seek to maximize the joint welfare of all the firm's stakeholders - including shareholders, managers, employees, and possibly other groups such as creditors or the local community - who contribute firm-specific resources to corporate production».

Considerando que a teoria não tem que se limitar às sociedades abertas (*public companies/corporations*), podendo também ter aplicação às sociedades fechadas, de capital concentrado, cf. Elizabeth Pollman, «Team Production Theory and Private Company Boards», 38 *Seattle University Law Review* (2015), pp. 619 *et seq.* Com uma concepção mais alargada da «firma», cf., ainda, Anthony J. Casey & M. Todd Henderson, «The Boundaries of "Team" Production of Corporate Governance», 38 *Seattle University Law Review* (2015), p. 365-395, disponível, por exemplo, em [http://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=11403&context=journal\\_articles](http://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=11403&context=journal_articles) (última consulta: 17.01.2017). Cf. também, tomando por base a teoria da Blair e Stout, por exemplo, Ben-Ishai, Stephanie, «A Team Production Theory of Canadian Corporate Law», *Alberta Law Review* 44.2 (2006), p. 299-322, disponível em [http://digitalcommons.osgoode.yorku.ca/cgi/viewcontent.cgi?article=1855&context=scholarly\\_works](http://digitalcommons.osgoode.yorku.ca/cgi/viewcontent.cgi?article=1855&context=scholarly_works). Acerca da teoria económica da produção em equipa (mas vendo a «firma» como uma teia ounexo de «contratos»), cf. Armen Alchian & Harold Demsetz, "Production, Information Costs, and Economic Organization", *American Economic Review* 62/5 (1972), pp. 777-795.

**2.2** Em artigo mais recente, "The Corporation As Time Machine: Intergenerational Equity, Intergenerational Efficiency, and the Corporate Form" (2015), *Stout* reafirma que os modelos de negócio multilaterais das grandes sociedades anónimas de capital disperso, que protegem o investimento específico de outras partes interessadas para além dos acionistas e adotam uma ótica de longo prazo, tendencialmente transgeracional, são vantajosos, portadores de benefícios para as gerações presentes e futuras.

A ideia central de Stout é esta: a sociedade anónima aberta controlada pelo CA é susceptível de ser vista como uma «tecnologia jurídica» inovadora, que pode funcionar e historicamente tem funcionado para transportar consigo ou transferir riqueza para o futuro e, por vezes, para o passado, em benefício das gerações presentes e futuras; desempenhando deste modo um importante papel na promoção do investimento em empresas de longa duração e produção em larga escala (empresas estas de enorme importância para o bem estar da humanidade), bem como na *promoção da justiça e da eficiência intergeracionais*. Mas a sua aptidão para cumprir esta importante função, em termos económicos e éticos, está a ser prejudicada pela doutrina do «shareholder value», com a afirmação deste como o único fim da sociedade e a correspondente «democracia acionária» como forma ideal de governo da mesma sociedade.

A autoria procura, assim, estabelecer uma ligação entre a sua doutrina e a *justiça intergeracional*, contestando a doutrina dominante. Este dado merece ser realçado, porque, como se observou, a justiça intergeracional está em geral ausente, ao menos de forma explícita, dos textos de governação societária, mesmo os inseridos em correntes de pensamento pluralistas ou «progressistas».

Na verdade, argumenta a autora, a sociedade anónima, por um lado, é uma pessoa jurídica tendencialmente perpétua, independente das eventuais vicissitudes dos acionistas, e - sendo, ainda, dotada de um conselho de administração independente (que a controla) - apresenta-se como um mecanismo/tecnologia de poupança e afetação duradoura de recursos, em larga escala, a projetos que podem ser também em larga escala e de longo prazo e que geram riqueza no futuro (subtraindo tais recursos ao consumo imediato: *asset lock-in*), riqueza esta susceptível de ser usufruída por quem lhe entregou originariamente tais recursos e pelas gerações vindouras; por outro lado, através das ações que emite, livremente transmissíveis e transacionadas em mercado eficiente, pode transformar essa riqueza futura em riqueza presente, de que o titular pode beneficiar realizando o valor das ações. Ou seja, por seu intermédio, consegue-se criar riqueza futura, para beneficiar gerações futuras, e, simultaneamente, antecipar essa riqueza, recompensando a presente geração de acionistas por ter preservado recursos e feito investimentos que beneficiam (também) gerações futuras.

Todavia, há dados de facto que mostram e razões para crer que a compreensão de tais sociedades - não como entidades perpétuas que realizam projetos de longo prazo e de fim indeterminado que beneficiam uma multiplicidade de gerações humanas - mas como «propriedade» da corrente geração que possui as ações e portanto é também detentora da última palavra no que toca à utilização do seu património (*assets*), como mecanismos focados na criação de valor para os acionistas, com uma governação orientada para ela e focada nos «custos de agência», está a prejudicar a sua capacidade de afetação produtiva dos respetivos recursos (*asset lock-in*). Com efeito, por um lado, segundo o modelo do *homo economicus* da teoria económica neoclássica, assume-se que aos acionistas apenas interessa mais riqueza; por outro lado, de acordo com a teoria dos mercados eficientes, o valor atual das cotações das ações é considerado como a melhor medida da riqueza dos acionistas; acresce que o primado do valor acionário significa, ainda, um objetivo de maximização dessa riqueza. Donde se conclui, em termos práticos, que as sociedades e a respetiva gestão estão focadas na maximização dos dividendos e do valor das cotações, desconsiderando outras preocupações da sociedade.

Se os mercados acionários (e de derivados que os tomam por referência) fossem «fundamentalmente eficientes» - ou seja, se a cotação refletisse com rigor o esperado retorno económico futuro de quem possui ações -, a maximização do valor dos acionistas não poria necessariamente em perigo a capacidade da sociedade para, de modo eficiente, conservar e investir recursos no longo prazo, beneficiando futuras gerações (sem deixar de beneficiar também a presente, na medida da incorporação na cotação das ações do valor desse investimento). Porém, como este pressuposto provavelmente não se verifica, sendo os mercados acionários apenas relativamente eficientes, uma governança societária centrada no primado do valor dos acionistas atuais pode subverter as funções económicas mais vitais que as sociedades anónimas (comerciais) desempenham.

Entrando mais diretamente no tema da *justiça intergeracional*, a autora começa por duas observações. Primeira: eficiência económica à parte, a maioria de nós pensa que temos *algum* dever ético de considerar o bem-estar das gerações futuras, não esaurindo o nosso sistema económico, social e ecológico. Segunda: uma atuação individual é inoperante; e desde os tempos dos faraós que temos exemplos de promoção estatal de empresas de longo prazo e larga escala. Porém, a proteção estatal das gerações futuras, em especial com a expansão do capitalismo e da democracia, tem limites: o capitalismo desencoraja a intervenção pública na produção económica; a democracia privilegia fortemente os interesses da presente geração de votantes, em prejuízo das vindouras. Daí o importante papel que as sociedades anónimas (abertas) podem ter, retirando do consumo individual recursos e canalizando-os para o investimento produtivo de longo prazo, cujos benefícios só se colherão nas gerações seguintes. Como, de resto, aconteceu com vários exemplos históricos de «corporações», incluindo «corporações lucrativas» (sociedades anónimas). Quer dizer, a história prova que é um instrumento jurídico adequado para investir recursos em benefício das gerações futuras, utilizável para o efeito se houver vontade (e espírito altruísta).

Porém, abstraindo das motivações altruístas, que são limitadas, porque haveria a geração presente de abdicar do seu bem-estar, canalizando recursos para investimentos de muito longo prazo, cujos benefícios não colherá? A questão é importante porque, faltando um incentivo nesse sentido, haverá projetos valiosos que ficarão por realizar, o que constitui não apenas um problema de justiça intergeracional, mas também de *ineficiência económica intergeracional*.

A resposta é, em parte, dada pela aludida característica da *livre transmissibilidade das ações* e a correspondente existência de um mercado regular e em alguma medida eficiente. Na verdade, apesar desta limitada eficiência, o presente valor das ações é susceptível de refletir de algum modo o valor de projetos que só terão retorno financeiro nas gerações seguintes. Dado o contexto de risco e incerteza, bem como a necessidade de descontar (ou atualizar) futuros retornos financeiros, serão relativamente raros os que se apresentam economicamente eficientes. Mas existem exemplos históricos de projetos com grande valia económica e social, muito superior ao investimento realizado, que levaram décadas a desenvolver e

a dar resultados comerciais, como as vias férreas, a luz elétrica, os antibióticos, o transistor, a «câmara» digital ou o computador de mesa. Apesar de poucos, podem ser «desproporcionadamente importantes para o progresso e a prosperidade humanos». Por conseguinte, alguma justiça e eficiência intrageracional se consegue de facto com a sociedade anónima.

Mais especificamente, olhando para a história da sociedade anónima aberta norte-americana, tornada uma forma empresarial comum após a transição para o século XX, verifica-se, como notaram Berle e Means [1932], que se trata de uma organização produtiva de capital muito disperso e transacionável em bolsa, dominada por uma classe de administradores profissionais (executivos e não executivos), com acionistas titulares de direitos de voto limitados, um efetivo exercício destes reduzido e nula capacidade para reclamarem dividendos ou a aquisição das ações pela sociedade, restando-lhes apenas o mercado para ganharem com a sua detenção. Isso permitia-lhes levar a cabo projetos de I&D intensivos e de longo prazo, que nalguns casos resultaram em inovações extraordinárias, mas só deram frutos décadas depois (casos da IBM, GE, Xerox, Du Pont, AT&T, etc.); enquanto, paralelamente, o entretanto regulado e relativamente eficiente o mercado acionário permitia aos titulares atuais das ações tirar algum proveito disso. Ou seja, o modelo permitia e permitiu a governação das sociedades anónimas numa perspetiva de longo prazo, chegando a resultados tecnológicos de que todos ainda hoje beneficiamos.

Com a alteração de pensamento, impulsionada pela Escola de Chicago e influentes pensadores como Milton Friedman e Michael Jensen, no sentido da - errada - afirmação do acionista como «*proprietário*» e correspondentemente *único* beneficiário (*residual claimant*) do valor residual da sociedade, do primado da criação de valor para ele, maximizando-o (mediante a distribuição de dividendos e/ou a valorização das ações), e da correspondente resolução do problema de agência descrito por Berle e Means, pondo termo à chamada construção de ineficientes «edifícios imperiais», apesar de esse pensamento ser suportado por poucos dados empíricos, a situação muda. A circunstância de, a partir da década de 90 do século XX, o mercado acionista ter passado a ser dominado por poderosos acionistas institucionais (fundos de pensões, fundos mutualistas, «*hedge funds*»), capazes de exercer uma efetiva influência sobre os administradores, contribuiu para esta mudança, que se refletiu também, a nível regulatório, na mudança das regras da SEC, destinada a promover a «democracia acionária». Em 1993, ocorreu uma alteração fiscal ainda mais importante: a dedutibilidade fiscal da remuneração dos gestores de topo foi ligada ao desempenho, na prática medido sobretudo pela cotação das ações. As opções que têm estas como ativos subjacentes ou de referência (*stock options*) tornaram-se a forma favorita de remuneração, pelo que os gestores passaram a ter o seu rendimento e riqueza pessoais dependentes da cotação. O resultado foi o de que, a partir do final do século XX, as sociedades abertas passaram ser predominantemente administradas tendo em vista apenas a maximização do valor dos acionistas existentes em cada momento, numa ótica de curto prazo, com natural ou expectável prejuízo para os projetos de longo prazo.

Nesta medida, o papel da sociedade anónima aberta como instituição capaz de promover uma eficiente troca de riqueza intergeracional pode ficar comprometido. Ainda que se tenha em alguma medida resolvido o problema dos custos de agência, o primado acionista pode ter um custo económico muito superior - o da destruição da sua aptidão para investir de forma eficiente no futuro. Existem, mesmo, sinais perturbadores de que tal destruição já começou, designadamente os seguintes: (i) para além dos dividendos distribuídos, o valor das aquisições de ações (com a implicada transferência de fluxos de caixa para os acionistas, por vezes recorrendo a financiamento externo) suplanta o da emissão - o que indica uma tendência para uma maior libertação de valor acionista, em contraste com as políticas de crescimento muitas vezes adotadas na era do capitalismo de gestão; (ii) houve um declínio do número de sociedades cotadas (baixou para menos de metade em 15 anos) e a respetiva esperança de vida nessa condição caiu mais de 75%; (iii) o retorno do investimento dos acionistas diminuiu, o que está em correlação com a ênfase na valorização das ações no curto prazo; (iv) existe a percepção de que as sociedades americanas se estão a tornar menos inovadoras, investindo muito menos em I&D. Sobre as sociedades que apostem em projetos futuros de larga escala recai, em especial, a ameaça de se tornarem alvo de *hedge funds*, interessados na imediata distribuição de valor.

Em suma, as discussões correntes acerca da boa governança societária tendem a incidir sobre o modo de melhor satisfazer os interesses dos atuais acionistas (doutrina do primado acionista) ou das atuais partes interessadas (doutrina dos *stakeholders*, numa das suas variantes). «Yet in thinking about how corporations contribute to social welfare, there is no reason we must consider only the welfare of those currently alive. Other generations can count, too. And while we cannot do much to benefit the dead, by using the corporate form we may be able to benefit not only those who are living, but also those who will live in the future.» «If we care about intergenerational equity and intergenerational efficiency, we should protect and preserve the legal invention known as the corporation. Nonprofit entities seem to be doing at least as well as they historically have done. But the picture is not so rosy when it comes to public business corporations. There is reason to suspect that, as a result of widespread misunderstanding of their nature

and purpose, large public corporations are becoming an endangered species. Their decline poses a challenge to our own species as well.»

**2.3** Para uma apreciação crítica da teoria de Blair & Stout, veja-se, por exemplo, Bainbridge (2003 e 2015). O autor tem um número considerável de textos sobre governança societária, em especial sobre a sociedade anônima comercial aberta (*public business corporation*), boa parte dos quais disponíveis na Internet, designadamente em *ProfessorBainbridge.com*. A obra de referência é o livro *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, Oxford: Oxford University Press, 2008, e a perspectiva é sobretudo jurídica, apoiada nos textos legais e na jurisprudência, mas não apenas dessa índole. Está em causa uma teoria «normativa» da governança societária, com esta base de sustentação.

A tese fundamental é a de (i) um modelo de governança centrado no conselho de administração e no respetivo poder de controlo ou decisão (*director primacy*) - distinto do «managerialismo» (império dos gestores combinado com um CA submisso ou complacente) e que terá surgido historicamente muito antes do primado acionário -, mas (ii) orientado para a maximização do valor acionário no longo prazo (objetivo que os administradores têm o dever jurídico de prosseguir, como decorre do caso marcante *Dodge v. Ford*), apesar de os acionistas apenas serem titulares de ações, não «donos» da corporação nem do património social, e de os administradores não serem meros «agentes» deles. Bainbridge procura conciliar esta *shareholder wealth maximization norm* - que, diferentemente de diversos outros autores, entende ser direito positivo - com a *business judgment rule*, afirmando que esta pode ter como *efeito* uma consideração dos interesses de outras partes interessadas limitadora da maximização do valor acionário, não sindicável pelos tribunais, mas não é essa a sua finalidade. Com efeito, a *bjr* destina-se a assegurar que o poder de controlo - ou poder discricionário de decisão - do CA é efetivo, funcionando como «barreira profilática» à revisão judicial do mérito das suas decisões, porque sem ela tal poder realmente não existiria e porque provavelmente, se regulassem o assunto, os acionistas também prefeririam essa solução à interferência dos tribunais. Desde que o processo de decisão não esteja inquinado (por fraude, violação da lei ou conflito de interesses), o espaço de discricionariedade dos administradores deve ser respeitado.

Acerca daquela norma de maximização do valor acionário, cf. também o artigo "In Defense Of The Shareholder Wealth Maximization Norm: A Reply To Professor Green", *Washington and Lee Law Review* 50/4 (1993), pp. 1423-1447, disponível em <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol50/iss4/5>. Acerca do primado do CA, em oposição às doutrinas do primado acionário, tem também muito interesse o artigo "The Board of Directors as Nexus of Contracts: A Critique of Gulati, Klein & Zolt's 'Connected Contracts' Model" (2002), *UCLA, School of Law Research Paper No. 02-05*, disponível em <https://ssrn.com/abstract=299743>.

**2.4** Utilizando uma análise histórica preliminar, Harris (2015), por sua vez, no fundo, conclui que a teoria da agência - centrada na relação acionistas-gestores e no alinhamento destes com os interesses daqueles (*primazia do valor acionário*) - e a da produção em equipa - centrada numa corporação com personalidade jurídica e dotada de uma instância hierárquica superior de mediação entre quem nela realiza investimentos específicos, o conselho de administração, com deveres fiduciários para com a corporação assim entendida, ou seja, para com todos esses investidores - possivelmente existiram em paralelo durante a maior parte do século XX, traduzindo formas distintas de responder a diferentes problemas (aparecendo como duas teorias ou paradigmas concorrentes). Concretamente, afirma:

1) Que a corporação (sociedade anônima) foi utilizada para resolver diferentes problemas [ou desafios] em diferentes períodos e diferentes contextos, mormente problemas de produção coletiva ou em equipa (*team production*), de autonomização ou separação e imunização do patrimônio social afeto à atividade produtiva (*asset partitioning*) e de «agência» (*agency*); 2) que a história das doutrinas jus-societárias não revela uma evolução coerente no sentido da sustentação da *team production theory*, surgindo, em alturas nas quais ela tinha mais apoio, outras de sentido oposto; e 3) e que a análise histórica das teorias societárias não revela consenso acerca do fim da corporação, mostrando antes uma coexistência desta teoria e da teoria da agência (bem como da teoria da autonomia patrimonial, em especial quando passa a haver uma dívida importante, como sucede no setor financeiro), destinadas a responder a diferentes problemas e portanto podendo coexistir em diferentes tipos de corporações.

Esquemáticamente, identifica: 1) problemas de produção em equipa, nas antigas sociedades de mercadores e nas empresas têxteis e metalúrgicas que se desenvolveram com a RI (todas formas de produção em equipa, mas não sob a forma de sociedade anônima), nas grandes companhias ferroviárias que se desenvolveram em Inglaterra e nos EUA no século XIX; 2) problemas de agência na antiga comenda e nas SCS que se seguiram, na Companhia das Índias Orientais, 3) problemas de separação patrimonial, no Banco de Inglaterra e seguradoras. Alude, ainda, ao caso *Dodge v. Ford* (Mich. 1919), aparentemente favorável à concepção da primazia do valor acionário, contra o acionista maioritário (Ford) - que, por trás do discurso de retenção de lucros em benefício dos trabalhadores e clientes, pode no entanto ver-se como um acionista iluminado, prosseguindo uma política de criação de valor acionário no longo prazo (ex. Todd Henderson) -, assim como ao debate entre Berle e Dodd (p. 553 *et seq.*), e considera a que, na história da teoria das corporações, o modelo da produção em equipa pode ter aparecido com o «managerialismo», um conceito que emergiu nos anos 30 do século XX e teve a sua época nos anos 50 e 60, encarando as corporações, incluindo as comerciais, como instituições sociais, centradas nos gestores, considerados responsáveis para com a empresa no seu todo e não um grupo específico (Peter Drucker) (p. 554 *et seq.*). Mas, se o campo era, deste modo, fértil para o desenvolvimento da *team production theory* como teoria corporativa (da sociedade anônima), no início dos anos 70, surgiu o influente texto de Milton Friedman, contestando a ideia de responsabilidade social das empresas e afirmando os administradores executivos como «empregados» dos donos do negócio (acionistas). E o crescente criticismo dos administradores executivos, bem como a experiência da teoria da agência nos anos 90 do século XX e 2000, fez nascer a teoria da produção em equipa (tendo o CA como instância mediadora), sem desalojar a teoria da agência (pp. 555, 559 *et seq.*).

Para uma revisão dos modelos de governança «microteóricos» [teorias do primado acionário (ou da agência), da teia de «contratos», da produção em equipa e do primado dos administradores], chegando à conclusão algo surpreendente e de razoabilidade questionável segundo a qual o direito norteamericano das «public corporations» consagra um modelo que, além de não ser orientado para a maximização do valor acionário, assenta num *primado absoluto* do CA - garante de uma eficiente sustentabilidade da «firma» (tornando-a capaz de conciliar os interesses dos vários participantes e de se adaptar, sobreviver e prosperar num ambiente em contínua mudança) -, cuja ação, na falta de conflito de interesses, está substancialmente a coberto da *business judgment rule* (que torna mínimo o risco de os seus membros virem a ser responsabilizados por danos causados), embora seja condicionada pelo mercado e fatores protolegais como a reputação, o sentido de honra e responsabilidade, a honestidade, etc., cf. René Reich-Graefe, "Deconstructing Corporate Governance: Absolute Director Primacy", 5 *Brook J. Corp. Fin. & Com. L.* (2011), pp. 341-404 [=16 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* (2011), pp. 465-527].

Sobre o confronto dos modelos de governança, cfr. também, por exemplo, Padfield, no artigo *Corporate Social Responsibility & Concession Theory* (2015), pp. 4 *et seq.* («infra», 5.6).

### **3. Modelos alternativos (pluralistas). B) - Criação de valor partilhado**

**3.1** Porter & Kramer defendem também um modelo pluralista, o da *Criação de Valor Partilhado*, no artigo "Creating Shared Value: How to Reinvent Capitalism - and Unleash a

Wave of Innovation and Growth" (2011), embora com antecedentes num estudo anterior, "Strategy & Society: The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility", 84 *Harvard Business Review* (2006), pp. 78-92. Nele, os fins sociais são integrados na gestão estratégica da empresa, numa ótica de longo prazo, como via para tornar esta competitiva e para criar valor económico e social ao mesmo tempo, e atenção especial é dada à gestão sustentável da cadeia de fornecimento/logística, considerando-se a maximização do lucro apenas como insuficiente para legitimar o «negócio».

Os autores consideram o capitalismo um veículo poderoso, sem precedentes, de satisfação de necessidades humanas, de aumento da eficiência, de criação de emprego e de construção de riqueza; mas também com a crescente imagem de um sistema causador de problemas sociais, ambientais e económicos, e dominado por uma concepção estreita, que o tem impedido de responder a mais largos desafios da sociedade. Pretendem, por isso, reinventá-lo ou regenerá-lo, mediante o realinhamento do negócio com esta sociedade, atendendo às suas necessidades [sociais e ambientais: saúde, melhor habitação e nutrição, ajuda aos idosos, maior segurança financeira, menos dano ambiental] e respondendo a tais desafios. A ideia fundamental consiste em redefinir o fim da «corporação» (sociedade anónima): em vez de visar simplesmente o lucro, a atuação desta deve 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. Noutros termos, trata-se de voltar a juntar 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 novamente 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 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.

A estratégia de negócio em apreço, de criação de valor partilhado, pode passar: pela reconfiguração de produtos e mercados [repensando necessidades, produtos e clientes/consumidores: satisfazendo necessidades sociais (não apenas económicas) através de novos produtos ou produtos reajustados; servindo consumidores sem acesso a certos bens ou serviços ou mal servidos], pela redefinição da produtividade na cadeia de valor [através de uma diferente utilização de recursos, energia, fornecedores, sistemas logísticos e trabalhadores] e pela criação de polos de desenvolvimento locais [melhorando o ambiente de negócio local e regional: aperfeiçoando a qualificação profissional, a base de fornecimento, o ambiente regulatório e as instituições de apoio que afetam o negócio; reforçando o *cluster* de que a empresa depende]. Noutros termos, é possível criar valor partilhado através de uma nova conceção de produtos e mercados - abrindo e explorando novas avenidas de inovação (acesso a novos mercados, deteção e satisfação de necessidades sociais, em sociedades desenvolvidas e camadas favorecidas e em sociedades ou camadas menos desenvolvidas ou pobres, e outras tantas oportunidades de negócio, reconfiguração ou ajustamento de produtos às mesmas) - e mediante a redefinição da cadeia de valor (que inevitavelmente afeta e é afetada por numerosas questões societárias, como o uso da água e recursos naturais, a saúde e a segurança, as condições de trabalho e a igualdade de tratamento dos trabalhadores) e da produtividade na mesma. Salientam-se aqui: um melhor uso e outras melhorias relacionadas com a energia, a redefinição de sistemas logísticos, um mais racional uso da água e outros recursos naturais, incluindo a reciclagem e o desenvolvimento de novas tecnologias, a redefinição do papel e a melhoria das capacidades operacionais e económicas dos fornecedores, incluindo o apoio à formação de polos de desenvolvimento locais, a redefinição dos modelos de distribuição, o aumento da produtividade dos trabalhadores, designadamente estimulando hábitos saudáveis como deixar de fumar e através de programas de bem-estar, e a definição da localização da atividade em moldes distintos dos correntes. Em todas estas áreas há oportunidades de criação de valor partilhado.

[Adicionalmente, pode acrescentar-se que os problemas com que o mundo globalizado contemporâneo se debate são de tal monta e complexidade - fome, pobreza, desemprego, alterações climáticas, etc. - e existem organizações produtivas globais, com uma tão grande capacidade de ação, que o natural será uma colaboração destas com os Estados e as comunidades locais na sua resolução.]

Os mesmos autores contrapõem a sua conceção, quer à visão liberal da criação de valor das organizações das últimas décadas - centrada na otimização do desempenho financeiro de curto prazo, ignorando as mais importantes necessidades e o bem-estar dos consumidores, desconsiderando o

esgotamento de recursos naturais vitais para o negócio, deslocando a atividade para locais de salários mais baixos e não considerando outros fatores que podem determinar o sucesso das organizações no longo prazo -, que consideram estreita ou acanhada e antiquada, quer à doutrina da responsabilidade social das empresas (RSE ou CSR: *corporate social responsibility*), porque aquilo que preconizam é uma nova forma de fazer negócio, incorporando nele a criação de valor social, não a afetação/redistribuição de recursos deste a causas sociais ou filantrópicas exteriores a esse negócio.

Note-se, porém, que a fronteira se torna menos nítida quando o confronto é com concepções mais modernas da RSE, que também incorporam a componente social no modelo de negócio e, em certa medida, com a doutrina da criação de valor no longo prazo para o acionista (doutrina do acionista iluminado). E o modelo tem as suas limitações (cf. «infra»).

Existem algumas experiências de aplicação do modelo e a própria Comissão Europeia se lhe refere, a propósito da RSE (para uma análise comparativa, cf. Moczaldo, 2015). Para recentes *case studies*, cf., por exemplo, em relação à multinacional italiana ENEL, Georgina Hurst, «Enel: Redefining the Value Chain», The Shared Value Initiative, December 2016, disponível em [http://sharedvalue.org/sites/default/files/resource-files/Enel%20Case%20Study\\_December%202016.pdf](http://sharedvalue.org/sites/default/files/resource-files/Enel%20Case%20Study_December%202016.pdf), e, relativamente ao Chile, Marina Pol Longo / Dane Smith / Michael Murray / Arani Kajenthira Grindle, «Shared Value in Chile - Increasing private sector competitiveness by solving social problems», com prefácio de Michael Porter, s/d (mas posterior a 2014), The Shared Value Initiative, disponível em [http://sharedvalue.org/sites/default/files/resource-files/svinchile\\_execsum\\_english.pdf](http://sharedvalue.org/sites/default/files/resource-files/svinchile_execsum_english.pdf).

**3.2** Apesar das existentes experiências positivas, as virtualidades do modelo mostram-se controvertidas. Assim, por exemplo, Crane *et al.* (2014), defensores de um «processo multilateral de partes interessadas democraticamente organizado», na prática comercial, com a adoção de novas regras para todas as sociedades participantes (em vez do objetivo de bater a concorrência com meros projetos de valor partilhado), objetam designadamente, contra a pretensão de Porter e Kramer de reformar o capitalismo e relegitimar a atividade comercial:

i) nem sempre os interesses das partes interessadas de uma sociedade comercial estão alinhados; existe uma tensão na atuação comercial responsável, entre objetivos sociais e económicos, que só se resolve com sacrifício de algum deles; a CSV ignora esta tensão; ii) não pode dar-se como pressuposto que as organizações cumprem a lei e atuam de forma ética, porque aqui reside boa parte dessa tensão; o incumprimento das normas (*hard e soft law*) (*compliance*) é um problema chave no que respeita às multinacionais; o conceito de CSV não lida, pois, adequadamente com o problema, ignorando-o em grande medida; iii) é uma ingenuidade pensar que o papel das empresas comerciais (*business*), no que respeita aos magnos problemas sociais do mundo, pode ou deve ser visto apenas pelas lentes do interesse próprio da sociedade anónima; encontrando-se bem demonstrados na literatura académica séria os limites das soluções de ganho para todos (*win-win*); a doutrina baseia-se numa conceção superficial/estreita e datada dos objetivos e do papel da sociedade anónima na sociedade (ela continua a ser vista como destinada a criar valor económico para si própria e os seus titulares), focando-se em projetos específicos e produtos de ganho para todos em vez de o fazer na empresa como um todo e na resolução de prementes questões sociais (conflitos sociais e ambientais); iv) e a ideia central da criação simultânea de valor social e económico para uma pluralidade de interessados nem sequer é original; não se distinguindo, em termos substanciais, designadamente de algumas teorias das partes interessadas (ou pluralidade de fins das entidades empresariais), como a «Instrumental stakeholder theory» (Donaldson/Preston, 1996) e a *stakeholder theory* de Freeman e outros (2004), as doutrinas da «inovação social» e a RSE/CSR estratégica (a imagem que Porter e Kramer dão da CSR é uma caricatura).

#### **4. Modelos alternativos (pluralistas). D) – Teoria das partes interessadas (stakeholders)**

**4.1** A teoria am apreço encontra-se genericamente caracterizada, pela positiva e sobretudo pela negativa, no artigo de Phillips, Freeman & Wicks intitulado *What Stakeholder Theory Is Not* (2003). Lê-se aí, designadamente, que se trata de uma teoria de gestão e ética organizacional, porque "it addresses morals and values explicitly as a central feature of managing organizations»(pp. 480 e 481). "Managing for stakeholders involves attention to more than simply maximizing shareholder wealth. Attention to the interests and well-being of those who

assist or hinder the achievement of organization's objectives is the central admonition of the theory". "However, for stakeholder theory, attention to the interests and well-being of some non-shareholders is obligatory for more than prudential and instrumental purposes of wealth maximization of equity shareholders. While there are still some stakeholder groups whose relationship with the organization remains instrumental (due largely to the power they wield) there are other normatively legitimate stakeholders than simply equity shareholders alone." (p. 481)

**4.2** Lê-se, ainda, por exemplo, no artigo «Stakeholder Theory and "The Corporate Objective Revisited"», *Organization Science* 15/3 (2004), pp. 364-369, de Freeman, Wicks & Parmar, em resposta à tese da maximização do valor do acionista, que esta teoria "begins with the assumption that *values* are necessarily and explicitly a part of doing business", rejeitando a tese de que a ética e a economia são coisas separadas, e que, em conclusão, "truth and freedom are best served by seeing *business and ethics* as connected", rejeitando a tese de que a teoria represente uma ameaça para a liberdade económica e política. Na verdade, "The whole idea of seeing *business as the creation of value for stakeholders* and the trading of that value with free consenting adults is to think about a society where each has freedom compatible with a like liberty for all (Rawls 1971). Value creation and trade have to go together. One is no good without the other. Hence, the very idea of economic and political freedom being separable is questionable (Freeman and Phillips 2002)." (pp. 364 e 368).

Esclarece-se, ainda, no artigo que a teoria visa indicar aos gestores como atuar, não tendo os teóricos da gestão e os economistas como seus destinatários primeiros; justifica-se por uma visão pragmática da gestão (pp. 364 e 366). São duas as questões fundamentais a que procura dar resposta. Primeira: qual é o fim ou objetivo da «firma»? Segunda: que responsabilidades têm os gestores para com as suas partes interessadas (*stakeholders*)?

Quanto à primeira:

"This encourages managers to articulate the shared sense of the value they create, and what brings its core stakeholders together. This propels the firm forward and allows it to generate outstanding performance, determined both in terms of its purpose and marketplace financial metrics." (p. 364)

Quanto à segunda:

"This pushes managers to articulate how they want to do business—specifically, what kinds of relationships they want and need to create with their stakeholders to deliver on their purpose. Today's economic realities underscore the fundamental reality we suggest is at the core of stakeholder theory: *Economic value is created by people who voluntarily come together and cooperate to improve everyone's circumstance*. Managers must develop relationships, inspire their stakeholders, and create communities where everyone strives to give their best to deliver the value the firm promises. Certainly shareholders are an important constituent and profits are a critical feature of this activity, but concern for profits is the result rather than the driver in the process of value creation." (p. 364)

Depois de referirem algumas empresas que funcionam em termos altamente consistentes com a teoria, continuam os autores:

"Whereas all these firms value their shareholders and profitability, none of them make profitability the fundamental driver of what they do. These firms also see the import of values and relationships with stakeholders as a critical part of their ongoing success. They have found compelling answers to the two core questions posed by stakeholder theory, which underscore the moral presuppositions of managing—they are about purpose and human relationships." (p. 364)

O texto continua, esclarecendo: i) que os acionistas também são um dos *stakeholders*; ii) que na resolução de conflitos entre os *stakeholders* a teoria, indo para além da mera retribuição financeira, fornece aos gestores maiores possibilidades do que a doutrina da maximização do valor acionário, afirmando-se designadamente que "In an era when firms are relying on committed value-chain partners (e.g., employees and a whole range of suppliers in the supply

chain) to create outstanding performance and customer service, stakeholder theory seems to provide managers with more resources to find success"; iii) que, no que respeita aos valores a ter em conta a teoria "pushes managers to embrace the pragmatic and pluralistic approach and recommends we avoid the philosophical and singletheory approach"; e que iv) "In short, at some level, stakeholder interests have to be joint—they must be traveling in the same direction—or else there will be exit, and a new collaboration formed (Venkataraman 2002). The best deal for all is if managers try to create as much value for stakeholders as possible. There are, of course, conflicts among stakeholder interests but these conflicts must be resolved so that stakeholders do not exit the deal—or worse—use the political process to appropriate value for themselves or regulate the value created for others" (pp. 365 *et seq.*).

O dado nuclear da teoria reside no *primado da criação de valor para os stakeholders*, acionistas incluídos, e não apenas para estes; numa compreensão do capitalismo deste modo, enunciando-se e desenvolvendo os seguintes argumentos:

"(1) The goal of creating value for stakeholders is decidedly pro-shareholder. (2) Creating value for stakeholders creates the appropriate incentives for managers to assume entrepreneurial risks (a teoria representa o modo de pensar correto acerca dos riscos empresariais). (3) Having one objective function will make governance and management difficult, if not impossible [representando uma visão distorcida e míope da realidade e das responsabilidades envolvidas, porque o mundo dos negócios é complexo e envolve incerteza, porque as decisões respeitam também ou têm impacto noutros grupos para além dos acionistas e porque os administradores e gestores estão sujeitos nas suas decisões a constrangimentos (mormente de informação, capacidade de processamento da informação e tempo) que tornam a sua atuação racional limitada (conseguem apenas decisões satisfatórias, não ótimas); e o simples fazer dinheiro, reduzindo a isso a responsabilidade dos gestores, povavelmente promove mais facilmente comportamentos antiéticos, com resultados como os da Enron]. (4) It is easier to make stakeholders out of shareholders than vice versa. (5) In the event of a breach of contract or trust, shareholders, compared with stakeholders, have protection (or can seek remedies) through mechanisms such as the market for shares (ou seja, havendo mercado para as ações, os acionistas têm à disposição não apenas ações sociais de responsabilidade mas um mecanismo de proteção pronto e sem custos que outros *stakeholders*, alegadamente protegidos por contratos, não têm; embora os grandes acionistas e outros grandes *stakeholders* possam, no fundo, estar no mesmo barco)." (pp. 366 *et seq.*).

Realça-se, ainda, a final:

"Once we have rejected the separation thesis, the issue is not whether a theory has moral content, but rather what kind of moral content it has (Freeman 1994). As we have argued in this paper, stakeholder theory better equips managers to articulate and foster the shared purpose of their firm. Unlike the narrow view of shareholder theory that ascribes one objective function to all corporations, stakeholder theory admits a wide range of answers. In this view, there is not just one stakeholder theory, but many possible normative cores (i.e., particular answers to the two questions) that make up the genre of stakeholder theory (Freeman 1994, Jones and Wicks 1999). A careful look at firms such as 3M, Merck, and Johnson & Johnson shows that there is a wide range of answers that firms have given to the questions posed by stakeholder theory. On this account, even shareholder theory is, in fact, a version of stakeholder theory—one whose moral presuppositions include a respect for property rights, voluntary cooperation, and individual initiative to improve everyone's circumstances. These presuppositions provide a good starting point, but not a complete vision of value creation." (p. 368)

## **5. Modelos alternativos (pluralistas). C) - RSE/CSR**

Não existe verdadeiramente um modelo de governança identificável com a expressão Responsabilidade Social da Empresa ou responsabilidade social corporativa, mas um leque alargado de concepções e programas de ação que têm em comum fazer com que as organizações produtivas se comportem em termos éticos, sociais e ambientais de um modo responsável. Nesta medida, para além do que antecede e da *Comunicação* da Comissão Europeia (2011) indicada no corpo do artigo, podem referir-se vários textos importantes sobre o assunto, relacionados com a governação societária. Estão neste caso, por exemplo, o *Código Buysse*

(2009), as *Diretrizes da OCDE para as Empresas Multinacionais* (2011), os Dez princípios do Pacto/Acordo Global das Nações Unidas (*The Ten Principles of the UN Global Compact*), a ISO 26 000 da International Organization for Standardization, etc.

Nas concepções mais evoluídas (não meramente instrumentais e ligadas à beneficência), a RSE/CSR tem na base as concepções ditas normativas da *stakeholder theory*, em que as partes interessadas (que podem influenciar ou ser afetadas pela atuação empresarial) e os respetivos interesses são encarados como fins e não simples meios. À semelhança do que sucede com a CSV, em boa parte dos casos, questões como as ambientais, tradicionalmente vistas como simples custos, são vistas também como possíveis oportunidades de negócio (soluções de *win-win*); e a ideia de investimentos específicos, que se encontra realçada na teoria da *team production*, ocupa igualmente um lugar importante.

Uma caracterização geral - ou uma certa caracterização geral - pode encontra-se, por exemplo, no Livro Verde da Comissão: *Green Paper Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility* - COM(2001) 366 final), que privilegia uma ótica de investimento e de desenvolvimento sustentável. Lê-se aí, designadamente:

"Corporate social responsibility is essentially a concept whereby companies decide voluntarily to contribute to a better society and a cleaner environment"; "This responsibility is expressed towards employees and more generally towards all the stakeholders affected by business and which in turn can influence its success"; "This is in line with the basic message of the Sustainable Development Strategy for Europe agreed at the Göteborg European Council of June 2001, that in the long-term, economic growth, social cohesion and environmental protection go hand in hand"; "Although the *prime responsibility* of a company is generating profits, companies can *at the same time contribute to social and environmental objectives*, through integrating corporate social responsibility as a strategic investment into their core business strategy, their management instruments and their operations".

E ainda:

"Being socially responsible means not only fulfilling legal expectations, but also going beyond compliance and investing "more" into human capital, the environment and the relations with stakeholders. The experience with investment in environmentally responsible technologies and business practice suggests that going beyond legal compliance can contribute to a company's competitiveness. Going beyond basic legal obligations in the social area, e.g. training, working conditions, management-employee relations, can also have a direct impact on productivity. It opens a way of managing change and of reconciling social development with improved competitiveness."

Noutros termos, "corporate social responsibility is a process by which companies manage their relationships with a variety of stakeholders who can have a real influence on their licence to operate, the business case becomes apparent. Thus, it should be treated as an investment, not a cost, much like quality management. They can thereby have an inclusive financial, commercial and social approach, leading to a long-term strategy minimizing risks linked to uncertainty. Companies should pursue social responsibility internationally as well as in Europe, including through their whole supply chain";

"Corporate social responsibility extends beyond the doors of the company into the local community and involves a wide range of stakeholders in addition to employees and shareholders: business partners and suppliers, customers, public authorities and NGOs representing local communities, as well as the environment. In a world of multinational investment and global supply chains, corporate social responsibility must also extend beyond the borders of Europe. Rapid globalisation has encouraged discussion of the role and development of global governance: the development of voluntary CSR practices can be seen as contributing to this."

"While corporate social responsibility can only be taken on by the companies themselves, stakeholders, particularly employees, consumers and investors, can play a decisive role - in their own interest or on behalf of other stakeholders in areas such as working conditions, the environment or human rights - in prompting companies to adopt socially responsible practices. They require effective transparency about companies' social and environmental performance."

No que respeita ao ambiente e recursos naturais:

"In general, reducing the consumption of resources or reducing polluting emissions and waste can reduce environmental impact. It can also be good for the business by reducing energy and waste disposal bills and lowering input and depollution costs. Individual companies have found that less use can lead to

increased profitability and competitiveness." "In the environmental field, these environmental investments are normally referred to as "win-win" opportunities - good for business and good for the environment."

Na literatura nacional, podem ver-se sobretudo Catarina Serra (2009 e 2011) e Nogueira Serens (2014). Acerca das relações entre a RSE e a doutrina do interesse social iluminado (ou acionista iluminado), cf. Serra (2011, pp. 253 *et seq.*)

### **5.1 Code Buysse II.** Transcreve-se o ponto 3 deste Código (versão em inglês), intitulado *Corporate social responsibility (CSR)*:

**3.1** For non-listed enterprises social responsibility is an integral part of business policy. Not least because of the scale of non-listed enterprises the personal values and responsibility of the head of the company are closely linked to the values and responsibility of the enterprise. CSR policy in a non-listed enterprise is motivated by the fact that it is driven internally by values and is deeply embedded in society. The increasing external pressure on enterprises whereby soft values turn into hard values, both in law and in the market (e.g. environmental awareness, human rights, social rights), increases the need for a systematic CSR policy in non-listed enterprises. **3.2** Socially responsible or sustainable enterprise (SRE/SE) is enterprise with an eye for the society in which it is active. This is an ongoing process whereby an enterprise must be open to and respond to the social trends and driving forces issuing from its core activities. Consultation with stakeholders or concerned parties is an important part of this process. **3.3** A non-listed enterprise is firmly embedded in and dependent on its local environment. If an enterprise wants to be successful in the long term, it must understand and recognise the needs and expectations of its stakeholders. Stakeholder management assumes, therefore, that an enterprise identifies: • who its stakeholders are; • what their interests, needs and expectations are; • what opportunities and challenges the stakeholders offer; • the impact of an enterprise's activities on each of the parties concerned and the results of this impact; • what strategies and actions the enterprise can develop in response to all of this. **3.4** In concrete terms, the *social responsibility of an enterprise implies*: • knowing the social, economic and ecological impact of the production or service provision process and improving performance at a social, ecological and economical level in consultation with the parties concerned; • involving employees and encouraging them to participate actively in the policy of the enterprise. CSR will benefit if every employee takes his/her own responsibility in accordance with the values of the company; • taking clients' needs and expectations into consideration; • being able to respond to the authorities and other enterprises that introduce sustainability criteria into their procurement policies; • building up mutual communication and a relationship of trust with business contacts in the area; • responding to social trends and driving forces and translating them into opportunities."

**5.2** No plano europeu, salientam-se também a introdução na Diretiva 2013/34/UE (relativa às demonstrações financeiras anuais) dos artigos 19-A e 29-A, pela Diretiva 2014/95/UE (relativa à publicidade de informação não financeira), bem como a exposição de motivos das mesmas (cf. sobretudo: da primeira, os considerandos 4 e 26; da segunda, os considerandos 1 a 3, 6, 7, 9 e 18). Dispõe, designadamente, o n.º 1 artigo 19-A (Demonstrações não financeiras):

«1. As grandes empresas que sejam entidades de interesse público e que, à data de encerramento do respetivo balanço, excedam o critério do número médio de 500 empregados durante o exercício financeiro, devem incluir no seu relatório de gestão uma demonstração não financeira que contenha informações bastantes para uma compreensão da evolução, do desempenho, da posição e do impacto das suas atividades, referentes, no mínimo, às questões ambientais, sociais e relativas aos trabalhadores, ao respeito dos direitos humanos, ao combate à corrupção e às tentativas de suborno, incluindo: a) Uma breve descrição do *modelo empresarial da empresa*; b) Uma descrição das *políticas seguidas* pela empresa em relação a essas questões, incluindo os processos de diligência devida aplicados; c) Os resultados dessas políticas; d) Os principais *riscos associados* a essas questões, ligados às atividades da empresa, incluindo, se relevante e proporcionado, as suas relações empresariais, os seus produtos ou serviços suscetíveis de ter impactos negativos nesses domínios, e a forma como esses riscos são geridos pela empresa; e) Indicadores-chave de desempenho relevantes para a sua atividade específica.

*Caso uma empresa não aplique políticas em relação a uma ou várias dessas questões, a demonstração não financeira deve apresentar uma explicação clara e fundamentada para esse facto».*

O artigo 29-A tem conteúdo análogo para relatório consolidado.

**5.3** Nos EUA, relativamente às *public corporations*, aludiu-se acima (1.4) aos *Principles of Corporate Governance*, editados pelo American Law Institute (ALI), segundo os quais os administradores devem exercer as suas funções de boa fé e do modo que razoavelmente considerem ser o melhor para o interesse da sociedade [§ 4.01 (a)], mas, além da prossecução do lucro desta e dos acionistas, admite-se a possibilidade de serem levadas em conta considerações éticas, que sejam razoavelmente tidas como apropriadas para uma gestão responsável do negócio, bem como a afetação de um valor razoável a fins humanitários, educativos, etc. (§ 2.01). Especial significado assume, porém, o novo tipo de corporação comercial que foi sendo introduzido nas leis societárias (dos Estados federados) a partir de 2010 - a *benefit corporation*.

Acerca desta, dispõe, por exemplo, a GCL do Delaware (desde 2013, §§ 361-368):

§ 362. **Public benefit corporation defined; contents of certificate of incorporation.** a) A public benefit corporation is a for-profit corporation organized under and subject to the requirements of this chapter that *is intended to produce a public benefit or public benefits* and to *operate in a responsible and sustainable manner*. To that end, a public benefit corporation shall be *managed in a manner that balances the stockholders' pecuniary interests, the best interests of those materially affected by the corporation's conduct, and the public benefit or public benefits identified in its certificate of incorporation.* (...)

(b) "Public benefit" means a positive effect (or reduction of negative effects) on one or more categories of persons, entities, communities or interests (other than stockholders in their capacities as stockholders) including, but not limited to, effects of an artistic, charitable, cultural, economic, educational, environmental, literary, medical, religious, scientific or technological nature. "Public benefit provisions" means the provisions of a certificate of incorporation contemplated by this subchapter. (...)

§ 365. **Duties of directors.** (a) The board of directors shall manage or direct the business and affairs of the public benefit corporation in a manner that *balances* the pecuniary interests of the stockholders, the best interests of those materially affected by the corporation's conduct, and the specific public benefit or public benefits identified in its certificate of incorporation.

**5.4** A literatura é quase inabarcável. Escolheram-se, por isso, a título ilustrativo, um autor europeu da área económica, que defende uma conceção (normativa) evoluída da RSE/CSR e três autores americanos, da área jurídica, que dão a imagem de uma doutrina, nas grandes corporações comerciais comuns, com pouca expressão «normativa».

Começa-se pelo italiano Sacconi, já referido no corpo do artigo, autor de um número considerável de textos sobre o tema (diversos deles disponíveis em <https://ideas.repec.org/e/psa48.html>) – sobre as organizações em geral (não apenas sobre as organizações produtivas societárias), embora com alusão às sociedades anónimas - e considerado, dentro da doutrina da RSE/CSR, como partidário de uma conceção (neo)contratualista da mesma. [Cf. também «infra», nº 6, D. Briand.]

Consideraram-se, designadamente, os seguintes textos: - "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>; - «Corporate social responsibility and corporate governance», *Econometrica*, Wp nº 38 (2012), disponível em <http://econometrica.it/wp/wp38.pdf>; e - «Ethics, economic organisation and the social contract», *Econometrica*, Wp nº 41 (julho 2012), disponível em <http://econometrica.it/wp/wp41.pdf>

(consulta: 20.01.2017). Publicado como capítulo 7 de *Handbook of Economic Organization*, chapter, Edward Elgar Publishing.

Uma perspetiva mais alargada da doutrina italiana acerca da RSE/CSR - desde a corrente neoclássica (baseada no pensamento de Milton Friedman, ou seja, no entendimento de que a função social da empresa consiste na prossecução/maximização do lucro, indicador sintético de eficiência social, sendo os administradores/gestores agentes fiduciários dos acionistas) até à teoria relacional, também dita da *Economia Civile* (Bruni e Zamagni, 2004), passando pela teoria neocontratualista (desenvolvida sobretudo por Sacconi) - pode encontrar-se também, por exemplo, em Luigi Sacco & Michele Viviani, "La Responsabilità Sociale d'Impresa: prospettive teoriche nel dibattito italiano" (2006), *Working Paper DSE* (578). ISSN 2282-6483 (Universidade de Bolonha), disponível em <http://amsacta.unibo.it/4707/> (consulta: 20.01.2017). Este texto encontra-se também publicado como artigo em *Economia politica : journal of analytical and institutional economics* [Bologna], Vol. 25/2 (2008), pp. 317-350.

Sacconi define genericamente a RSE/CSR como "un modello di governance allargata dell'impresa, in base alla quale chi governa ha responsabilità che si estendono dall'osservanza dei doveri fiduciari nei riguardi della proprietà ad analoghi doveri fiduciari nei riguardi in generale di tutti gli stakeholder" (2004) [stakeholder = individui o categorie che hanno un interesse rilevante in gioco nella conduzione dell'impresa, sia a causa degli investimenti specifici che intraprendono, sia a causa dei possibili effetti esterni positivi o negativi delle transazioni effettuate dall'impresa, che ricadono su di loro], esclarecendo que não se trata de uma política de beneficência nem de uma política de imagem. O modelo que preconiza pode, assim, apelar-se de modelo alargado de governança das organizações ou *modelo de governança multilateral e socialmente responsável*, "segundo o qual empresários, administradores, gestores (administradores executivos) e «proprietários» (estes na medida em que tenham poder de influenciar decisões societárias) têm deveres fiduciários para com *stakeholders* e acionistas não controladores". Trata-se, portanto, de um modelo *multi-fiduciário* e *multi-stakeholder*, inserindo-se na corrente que preconiza que o investimento específico em capital humano de gestores e empregados não deve ter menos proteção que os investimentos em capital financeiro (Sacconi, 2004 e 2012).

No centro da construção está um (ideal) «*contrato social*» fundador, legitimador e organizador, entre as partes interessadas, repositório dos deveres e direitos destas (identificando designadamente o papel e os deveres contributivos e o modo de repartição do produto da cooperação entre todos), com dois níveis: definindo designadamente um plano de ação e os princípios e regras básicas do jogo, em termos equitativos para todas as partes interessadas, fonte dos deveres fiduciários (*pacto de união* ou associação); e criando uma estrutura de governação, uma «autoridade» para tornar operacional e eficiente o funcionamento da organização contratada (*pacto de sujeição*), que atua dentro dos limites do pacto de união ou cooperação, para cuja realização tal autoridade foi concebida, no entendimento de que seria a melhor maneira de conseguir tal funcionamento. Se a escolha organizativa incidir na sociedade anónima, os acionistas ocupam aqui este papel, enquanto parte interessada que se considera estar em melhor posição para assegurar uma governação eficiente, cabendo-lhes direitos (financeiros) residuais e o direito de designar os administradores operacionais. O governo da sociedade é cometido a uma instância de mediação imparcial, um conselho de administração, destinado a ponderar e conciliar diferentes pretensões das várias partes interessadas (*stakeholders*). Quer os administradores quer os empresários e «proprietários» com poder de

influência na sociedade têm deveres fiduciários para com todas as demais partes interessadas (*stakeholders*), acionistas (minoritários) e outros interessados.

O pacto de associação (constituente) deve estipular, em especial, o seguinte: i) a rejeição de planos de ações conjuntos geradores de *externalidades negativas* para as partes interessadas (*stakeholders*) em sentido lato, assegurando que não serão vítimas dos mesmos; ii) a produção do *maior excedente possível*; iii) e a *distribuição justa deste excedente*. O segundo pacto destina-se, como se notou, a instituir uma governação eficiente, capaz de atingir estes objetivos, mitigando os inerentes custos da mesma [custos de escolha coletiva, de coordenação e de aproveitamento parasitário (*free-riding*)].

No que respeita aos administradores, eles têm, como se referiu, deveres fiduciários, derivados destes dois níveis. Especificamente, têm deveres fiduciários especiais, de cuidado e lealdade, para com os titulares das pretensões residuais (*residual claimants*). Porém, o cumprimento desses deveres dá-se no quadro de um mais lato, fundamental e prevalecente dever fiduciário para com os *stakeholders* que não detêm o controlo da sociedade. Noutras palavras, uma vez respeitadas aquelas três disposições fundamentais, havendo duas ou mais vias de ação compatíveis com este dever geral, os administradores estão obrigados a escolher a que for mais favorável aos «proprietários» ou acionistas, estabelecendo deste modo uma clara ordem de prioridades das pretensões.

Asim: i) as *partes interessadas em sentido amplo* (sem investimento específico na sociedade) têm prioridade, mas apenas no sentido restrito de limitar a ação da sociedade aos planos coletivos que não geram *externalidades* fortes, prejudiciais para elas; ii) as *partes interessadas em sentido estrito* têm uma proteção mais intensa, na medida em que os administradores devem proteger o seu *investimento específico* e observar um processo equitativo de distribuição do excedente («*arbitrate cooperation according to the symmetric NBS*»); iii) dentro deste quadro, quando às decisões indiferentes para o NBS (*Nash bargaining solution*), deve ser prosseguida a maximização do valor dos acionistas (titulares de pretensões residuais).

Na base da construção está designadamente o carácter incompleto da lei e dos contratos, bem como da informação disponível, e a insuficiência do mercado de concorrência (os mercados também são incompletos), sendo portanto necessários não apenas o «contrato» fundador - traduzindo aquilo que os *stakeholders* voluntária e idealmente acordariam, de forma equitativa, e suscetível de ser explicitado num código ético (padrão de referência da responsabilidade social e exprimindo uma ideia de racionalidade interna, *ex ante*), com valor reputacional e incentivador - mas também uma estrutura decisória hierárquica, destinada a resolver incompletudes, problemas de *free riding*, etc. (exprimindo uma ideia de racionalidade externa, *ex post*), respeitadora do pacto fundador. Os administradores (gestores) possuem dois tipos de valores fiduciários: um alargado, para com todas as partes interessadas; e um específico, em face dos acionistas («proprietários» delegantes, *residual claimants*). A legitimidade organizativa e funcional da empresa - e da atuação dos gestores - assenta, assim, no respeito dos «direitos» de todos os *stakeholders*, na ponderação ou balanceamento dos seus interesses, não apenas dos ligados à «propriedade» dos acionistas (está em causa um *interesse social alargado*, em contraste com o interesse social usualmente afirmado no direito societário); e existe um meio ou instrumento otimizador consentâneo com a respetiva lógica económica (e jurídica). Ser socialmente responsável significa respeitar o pacto social alargado ideal concebido deste modo, com este conteúdo; ou seja, adotar um modelo de organização e governança aberto, em que de algum modo participam e estão comprometidos todos os *stakeholders*, promotor da eficiência

económica, em contexto de incompletude contratual, no respeito pelo equitativo acordo de base, com responsabilidade fiduciária alargada dos administradores (gestores). A RSE/CSR é assim um modo de conceber a empresa (no fundo, trata-se de uma concepção institucional e «cooperativa») e a sua governança de modo ético e eficiente. A adesão ao pacto assenta em grande medida na reputação, completada com as motivações dos sujeitos envolvidos.

Salienta-se o seguinte excerto:

"Accordingly, there is a two-step agreement and the directors' fiduciary duties ensue from each step. They owe special fiduciary duties to residual claimants via a narrow fiduciary proviso replicating the typical duty of due care and non-conflict of interest. But this narrow proviso is obligating only under the constraint of respecting a broader fiduciary proviso owed to noncontrolling stakeholders, which is more fundamental and overriding. In other words, once the three provisos of the first social contract have been met, if two or more courses of action indifferent in terms of broader proviso compliance are still feasible, the directors are obliged to choose the course of action more favorable to the residual claimant (owner or shareholders). A clear priority order of stakeholders' claims is thus established, and all stakeholders are privileged in some proper respect. Broad-sense stakeholders are assigned priority, but only in the weak sense of restricting the company's range of action to those joint plans that do not engender strong externalities detrimental to them. Second in priority are strict-sense stakeholders, who are granted a wide range of privileges in the discretion area of directors who must protect their specific investments and then arbitrate cooperation according to the symmetric NBS. Last, in the subset of possible corporate decisions indifferent to the NBS, residual claimants are assigned privilege consisting in the decision of pursuing (constrained) shareholder value maximization. Indeed, since the NBS is a uniquely determined solution, substantial discretion in choosing shareholder value maximization strategies that do not also entail improvement of the other stakeholders' positions is quite unrealistic." (Sacconi 2012/38)

Como se observa, apesar de se tratar de um modelo de governança de largo espectro, não há aqui uma perspetiva intergeracional. Em todo o caso, por via da exclusão das externalidades graves do campo de atuação da sociedade, através de uma regra *social* de boa governança (baseada no acordo fundador), consegue-se uma proteção das gerações futuras, designadamente contra danos ambientais ou ecológicos.

**5.5** Procedendo a uma breve análise histórica da "corporate responsibility" nos EUA, focada nas *public corporations*, Johnson, no artigo *Law and the History of Corporate Responsibility: Corporate Governance* (2013), conclui por uma fraca ligação da mesma à governança societária, tanto na lei societária (estadual) como na literatura académica [embora tenham surgido algumas propostas como a da inclusão no CA de administradores "who would advance employee, consumer, and community welfare, as well as heightened responsibility to stockholders" (*public interest directors*)], tendo as manifestações mais significativas ocorrido já no século XXI por via de regulação federal, na sequência de escândalos financeiros como o da Enron e da crise de 2007-2008 (Sarbanes-Oxley Act de 2002 e Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010, completados com a Rule 14a-8 da SEC), em paralelo com instrumentos de *soft law*. O que terá conduzido, a partir de 2010, à emergência nas leis societárias da maioria dos Estados federados de um novo tipo de corporação comercial (*business corporation*) - a já mencionada *benefit corporation*, no quadro da qual os administradores podem adoptar uma estratégia que, simultaneamente, contemple os interesses dos investidores (financeiros) e prossiga objetivos sociais e ambientais mais amplos, gerais ou específicos. Não sendo claras as implicações que tal poderá vir a ter no futuro.

**5.6** Ainda nos EUA, Padfield, no artigo *Corporate Social Responsibility & Concession Theory* (2015), procura verificar se as teorias (ou modelos) de governança societária - inicialmente centrada nos custos de agência, mas depois alargada, existindo atualmente diversos modelos que

concorrem entre si -, especificamente, as teorias do primado acionista, do primado da administração, da *team production* e do «managerialismo» têm implicações significativas no debate sobre o fim da corporação, ou seja, sobre a responsabilidade para com os *stakeholders* e/ou a RSE/CSR, concluindo que, pelo menos da perspectiva de quem pretende ver imposta a RSE/CSR, as implicações são pouco significativas, sugerindo que os seus defensores deveriam fundar as respetivas pretensões na teoria da personalidade jurídica, em especial na teoria da concessão (que vê a sociedade como uma criação artificial do direito). Concretamente, escreve:

"As will be explained in more detail below, my answer to the first part of this question is that the director primacy and team production models appear to have descriptively accurate implications for corporate purpose, at least from the perspective of the current corporate law status quo, because they both locate control within the board of directors, and neither requires a shift from shareholder wealth maximization to stakeholder primacy or corporate social responsibility (CSR) as the goal of control.<sup>6</sup> However, I argue that all three of the primary models of corporate governance have less normatively appealing implications—at least from the perspective of those who favor a mandatory form of corporate social responsibility. In light of this, I conclude that proponents of mandatory CSR should turn to corporate personality theory, particularly concession theory, to provide support for their agenda, and I point to the Supreme Court's 2010 Citizens United decision as an example of the current practical relevance of corporate personality theory." (pp. 3 *et seq.*)

O autor procede a uma caracterização sumária da RSE/CSR - cujo movimento, segundo Douglas Branson (2001), iniciado nos anos 70 do século XX, terá sido eclipsado pelo do *law & economics* - e afirma que, não acomodando nenhum dos modelos de governança corporativa «primários» a RSE/CSR como algo devido, há ou pode haver razões para questionar a hegemonia das teorias da governação corporativa analisadas (pp. 4, 9, 15 *et seq.*). A análise centra-se nas chamadas leis de proteção das partes interessadas (*constituency statutes*) que, após a explosão de ofertas públicas de aquisição naqueles anos 70, vieram permitir ao CA ter em consideração nas suas decisões outros interesses que não os dos acionistas (ou interesses de curto prazo destes), adotadas pela maioria dos Estados federados, mas criticadas sobretudo por não oferecerem aos titulares desses interesses meios processuais destinados a fazê-los valer. Observa, designadamente:

"One way of thinking about corporate social responsibility is to view it as an *alternative to the previously discussed models of corporate governance in terms of goals*. That is to say, while both director primacy and shareholder primacy view shareholder wealth maximization as the proper goal of corporate governance, and team production theory espouses a goal of stakeholder mediation that also does not extend to mandating social responsibility, mandatory CSR supports affirmatively elevating social responsibility over shareholder wealth maximization in at least some cases. *Simply put, the CSR position is that shareholder wealth may be sacrificed if the net social gain is positive*, so that a board may defend its actions by pointing to some accounted-for social benefit even when it demurs on the issue of shareholder wealth maximization." (pp. 15 *et seq.*; acrescentou-se o itálico)

"If we assume that constituency statutes can serve as a useful proxy for CSR, and take seriously the criticisms levied against the effectiveness of these statutes when unaccompanied by any sort of stakeholder enforcement mechanism (i.e., when they are not in any meaningful sense mandatory), then the failure of the primary theories of corporate governance to provide a normative basis for strengthening these statutes serves as an example of how these theories fail to meet the needs of proponents of mandatory CSR. We now turn our attention to an alternative foundation for mandatory CSR: corporate personality theory." (p. 19)

Depois de rever as diversas teorias da personalidade corporativa (p. 19 *et seq.*), apresenta a sua tese, segundo a qual quem defenda a RSE/CSR deveria também defender a teoria da concessão [de cuja reabilitação trata num outro artigo (2014)], porque é ela que confere ao estado maior poder para exigir às sociedades corporativas um comportamento socialmente responsável (pp. 4, 29 *et seq.*). Afirma:

"While none of the three primary models of corporate governance support mandatory CSR as a normative matter, I hope to show that concession theory [also known as artificial entity theory], one of

the three primary corporate personality theories discussed below, may do so because of its focus on the corporation as a state creation intended to serve society at large under the umbrella of an active and engaged regulatory scheme—as opposed to the market-based orientation of the other models and theories.” (p. 20)

“Part IV combines all of the foregoing [teorias da CG, RSE/CSR e teorias da personalidade jurídica societária [designadamente, teorias do ato de concessão (*concession theory*), da personalidade coletiva/associativa (associação de acionistas: *aggregate theory*) e realista (*real entity theory*)] to argue that anyone favoring mandatory corporate social responsibility should also support concession theory because it is the theory that most empowers the state to mandate socially responsible behavior on the part of corporations.” (pp. 4, 29 *et seq.*) Em suma, “Concession theory may well provide the needed narrative to overcome the hegemony of shareholder wealth maximization and the theories of corporate governance that dominate the current debate to the exclusion of enforceable corporate social responsibility norms.” (p. 34)

Por fim, o autor discute também a questão de saber se a criação de novas formas de corporação, como a *benefit corporation*, constitui uma via alternativa, emitindo opinião negativa. Observa o seguinte:

“However, I would like to address a more recent criticism, which is that to the extent something like mandatory CSR is desirable, it is far better to experiment with such a mandate using alternative entities where the potential costs are minimized. Specifically, I am talking here about benefit corporations. At the very least, one response to this claim is that it effectively amounts to yet another marginalization of CSR. While perhaps more facially impressive than permissive constituency statutes, relegating CSR to specifically designated “social enterprise” forms leaves the vast majority of the most important entities free to continue placing shareholder wealth ahead of social responsibility. Thus, accepting a benefit corporation limitation on mandatory CSR could amount to creating CSR “ghettos” in the vast economic landscape.” (pp. 33 *et seq.*)

Relaciona também a RSE/CSR com a teoria da personalidade jurídica societária Eric Chaffee, no artigo “The Origins of Corporate Social Responsibility”, 85 *University of Cincinnati Law Review* (2017), pp. 347-373. Em suma, defende duas teses interligadas. Primeira: as três teorias correntes acerca da natureza das corporações comerciais – a teoria da *entidade artificial* (ou teoria da concessão), segundo a qual estas são entidades artificiais, devendo por completo a sua existência ao «governo»/estado, para levarem cabo objetivos sociais que não poderiam ser conseguidos de outro modo, por falta de tempo, dinheiro e outros recursos, doutrina que perdeu terreno quando surgiram as leis gerais a permitir a sua constituição, reduzindo o papel do estado (pp. 355 *et seq.*), a teoria da *entidade real*, que remonta a Otto Gierke, realçando a existência de uma realidade coletiva distinta dos indivíduos que se unem para lhe dar vida (pp. 358 *et seq.*), a teoria associativa ou contratualista (*aggregate theory*, redominada mais recentemente *nexus of contracts theory*, por influência do teoria económica da «firma»), hoje dominante (pp. 360 *et Seq.*) – não dão uma visão completa do fenómeno. Com efeito, a primeira, por um lado, subvaloriza o papel dos indivíduos na sua organização, atuação e titularidade (ligando a sua existência apenas à vontade do estado), por outro lado, minimiza a identidade das mesmas como coletividade conjunta desses indivíduos e do estado; a segunda, ao realçar a existência de uma entidade distinta, subvaloriza o papel do estado e desses indivíduos; a terceira, focada nestes, subvaloriza o papel do estado na sua criação (p. 349). Todas elas procuram retratar como é uma corporação mas não indicam porque existe, pelo que nenhuma delas oferece uma descrição completa do que esta realmente é (*ib.*). Daí a defesa de uma nova teoria – a da colaboração (*collaboration theory*) -, segundo a qual a corporação é [uma estrutura de] «colaboração» entre o governo estadual e as pessoas que a organizam, fazem atuar e detêm, assumindo, em resultado dessa colaboração, uma existência separada do estado e dessas pessoas porque é capaz de conseguir coisas que o estado e tais pessoas, por si sós, não poderiam conseguir ou optaram por não o fazer (p. 350); noutros termos, é «um esforço colaborativo» ou «esforço comum» entre uma multiplicidade de

entidades - o governo estadual e essas pessoas (podendo estender-se a outras entidades, como os clientes, credores e sociedade em geral) [“a collaborative effort among a state government and those individuals organizing, operating, and owning the business entity”] – para levar a cabo uma tarefa ou um projeto, no caso das corporações de fim lucrativo o desenvolvimento e o ganho económicos [“In regard to for-profit corporations, the common project among a state government and those individuals organizing, operating, and owning the business entity is economic development and economic gain”] (p. 365). Percebe-se, assim, melhor porque são as corporações comerciais (de fim lucrativo) entidades separadas [do seu substrato pessoal] e porque detém o estado o poder de as regular (p. 365).

Segunda tese: entre o estado e as pessoas que organizam, fazem atuar e detêm a corporação existe um acordo explícito, segundo o qual esta procurará realizar um ganho (lucro) (p. 350 e 369). Mas, tratando-se de uma estrutura contratual de colaboração, também existe um implícito dever de *boa fé*. Sendo o estado representante da sociedade em geral, tal significa que, em virtude desse dever (assumido perante o «colaborador» estado), a corporação deverá agir de um modo compatível com o bem-estar da mesma, isto é, de uma maneira *socialmente responsável* (p. 350 *et seq.* e p. 368 *et seq.*). Isto tem as seguintes implicações: (i) se, numa situação concreta, a corporação puder optar por uma solução, entre duas ou mais, que, ao mesmo tempo, seja socialmente responsável e financeiramente benéfica (promova a maximização do lucro), deve adotar tal solução; (ii) se a adoção de um comportamento socialmente responsável é sem custos financeiros para a corporação (por ex., reciclagem subsidiada), esta deve adotá-lo; (iii) se o benefício financeiro da adoção de certo comportamento socialmente responsável é incerto, ou seja, se as consequências tanto puderem ser um benefício como um dano, também existe o dever de agir desse modo; ou seja, em caso de dúvida, a corporação é obrigada a atuar de forma socialmente responsável; (iv) se a adoção de um comportamento socialmente responsável tem custos financeiros para a corporação, a corporação tem o dever de o evitar, ou seja, neste cenário, “a for-profit corporation has an obligation to seek profit, even if it involves acting in a socially irresponsible manner”; problemas deste género deverão ser tratados por via regulatória (pp. 369, 370 *et seq.*). Em suma:

“As a result, this Essay and my other works introduce a new theory of the firm, collaboration theory. This theory views the corporation as a collaborative effort among a state government and those individuals organizing, operating, and owning the business entity to pursue economic development and economic gain. This theory is superior to the prevailing essentialist theories of the corporation because it explains both *how* and *why* the corporation exists.

Under this theory, corporations are obligated to seek profit based on the deal struck among the state and individuals owning, operating, and organizing the corporation, but the co-adventurers in the corporation are obligated to treat each other in good faith whenever possible. This means corporations should only engage in socially irresponsible ways in which the financial benefit to the corporation is clear. Because of the uncertainty of life, this is only going to be the rarest of circumstances. In these rare circumstances, to control bad behavior on the part of the corporation, the government must engage in affirmative lawmaking and regulation to alter the cost-benefit analysis to force corporations to be ethical.” (p. 373)

**5.7** Como se observou, o problema da *justiça intergeracional* está comumente ausente dos modelos de governança societária, incluindo aqueles que se preocupam não apenas com o desenvolvimento económico mas, igualmente, com o desenvolvimento social. Isso também sucede com a doutrina da RSE/CSR. É certo que há autores que preconizam uma mudança nesta

doutrina de modo a incorporar a dimensão temporal e a correspondente justiça ou equidade intergeracional no mundo das sociedades anónimas e da sua governança. É o caso de Julia Puaschunder (2014/2016): «The Call for Global Responsible Intergenerational Leadership in the Corporate World: The Quest of an Integration of Intergenerational Equity in Contemporary Corporate Social Responsibility (CSR) Models» (March 14, 2014), in Jamali, D. (Ed.), *Comparative Perspectives on Global Corporate Social Responsibility*, pp. 275-288. Hershey: IGI Global Advances in Business Strategy and Competitive Advantage Book Series, e disponível em <https://ssrn.com/abstract=2409239>. O texto é de 2014 com uma última revisão em 26.09.2016 (consulta: 18.01-2017). Escreve a autora:

"In the given literature on global responsible leadership in the corporate sector and contemporary *Corporate Social Responsibility (CSR)* models, intergenerational equity appears to have widely been *neglected*" (p. 6 e sumário). "While the notion of sustainability has been integrated in CSR models, *intergenerational equity has hardly been touched on* as for contemporarily being a more legal case for codifying the triple bottom line" (*ib.*). "Advocating for integrating intergenerational equity concerns in CSR models in academia and practice holds advantages of untapped potentials of economically influential corporate entities, corporate adaptability and independence from voting cycles. Integrate a temporal dimension in contemporary CSR helps imbuing a *longer-term perspective* into the corporate world alongside advancements regarding *tax ethics* and *global governance crises prevention*. Future research avenues comprise of investigating situational factors influencing intergenerational leadership in the international arena in order to advance the idea of corporations aiding to tackle the most pressing contemporary challenges of mankind."

Trata-se, no entanto, acima de tudo, de uma proposta ou «programa» a desenvolver.

## **6. Modelos alternativos (pluralistas). E) – Doutrina da empresa**

Champaud e outros defensores da chamada doutrina da empresa, boa parte dos quais conotados com a Escola de Rennes, mostram-se especialmente críticos da concepção «financeirista» dominante da empresa e da governação societária, embora neles não se encontre uma explícita perspetiva intergeracional e representem apenas uma das correntes de pensamento existentes em França. As obras fundamentais são o *Manifeste pour la doctrine de l'entreprise* (2011), da autoria de Champaud, mas feito com a participação e a colaboração de outros autores, e *L'entreprise dans la société du 21<sup>e</sup> siècle* (2012), publicado sob a sua direção e com a sua participação. No essencial, Champaud defende uma concepção «pragmática», humanista, eticamente comprometida e socialmente responsável da empresa, centrada no homem e voltada para o respetivo desenvolvimento, com uma função social distinta da maximização do lucro - na linha da doutrina social da Igreja, da RSE/CSR, embora sem a pronunciada faceta teleológica destas, e de certas variantes da teoria das partes interessadas (*stakeholder theory*), de que o autor salienta Stiglitz e que, na sua opinião, são, no campo económico, o correspondente nos EUA da sua teoria jurídica da empresa -, considerando-a uma terceira via (juntamente com estas outras correntes de pensamento) em relação ao coletivismo marxista e ao financialismo (capitalismo puramente financeiro) protagonizado por Milton Friedman e seguidores, tornado dominante designadamente nos EUA.

O autor associa a teoria da agência e a *corporate governance* (que qualifica como «um corpo estranho» na ordem jurídica francesa, uma «burocracia financeira à americana» inconsequente – 2011, pp. 267 *et seq.*) a este financialismo, opondo um capitalismo empresarial e ético, em que o empresário detém o poder económico, ao capitalismo financeiro, e fazendo uma crítica visceral a M. Friedman. Note-se, no entanto, que o autor não deixa de referir autores franceses favoráveis à *corporate governance* e que Robé (2013), por exemplo, também faz uma crítica contundente ao pensamento do economista norte-americano, mas, do mesmo passo,

aponta criticamente os limites da doutrina francesa da empresa, na sua opinião inservível no atual contexto das relações entre estados, das economias globalizadas, dominadas por uma concorrência feroz, e da liberdade de estabelecimento (incluindo a liberdade de deslocalização).

A ideia de base de Champaud é de que a empresa, nas várias formas jurídicas que pode adotar, incluindo a societária, é uma pessoa moral, um sujeito, não um bem ou objeto apropriável (cf., por ex., 2011, pp. 222 *et seq.*, 2012, pp. 184, 207 e 214); e de que a economia é uma economia de mercado (concorrencial), mas *regulada* (2011, pp. 298 *et seq.*, 2012, pp. 188, 191, 199). A respetiva doutrina (jurídica) procura conciliar ciência e consciência, pragmatismo e ética (2012, pp. 190 *et seq.*), assegurar um equilíbrio entre o respeito pelos interesses das pessoas envolvidas na empresa, enquanto célula económica e social fundamental das sociedades contemporâneas, e o interesse coletivo, da coletividade empresarial (2012, pp. 184, 198 *et seq.*). Numa sociedade, o interesse social é o interesse da empresa, não um superior interesse dos sócios (acionistas) [Champaud, 2012, pp. 189, 194, 211 *et seq.*, 222 *et seq.*; cf., na mesma direção, Gelter, 2012, pp. 86 *et seq.*, 94 *et seq.* e 99 (interesse social como interesse empresarial coletivo), salientando também, por um lado, que a primazia do valor acionário, que veio substituir nos EUA o «capitalismo de gestão» (*managerial capitalism*) como pensamento dominante, é fruto em larga medida de um desenvolvimento cultural e económico que tem na sua base a importância crescente dos mercados financeiros e não o desenvolvimento do direito, embora se assista a uma penetração do mesmo neste campo (pp. 97 *et seq.*), por outro lado, que juridicamente a importância da primazia acionária é muito limitada porque, normalmente, é impossível dar ganho de causa a tal princípio (p. 96) e, ainda, que, embora a análise jurídico-económica dominante nos EUA que aceita o primado do valor acionário tenha provavelmente justificação, comporta o perigo de fazer esquecer que, numa empresa, a relação entre os gestores e os acionistas não é a única questão importante e que o desenvolvimento a longo prazo é, no fim de contas, mais importante que os resultados financeiros imediatos (p. 94)].

No segundo livro referido, *L'entreprise dans la société du 21<sup>e</sup> siècle*, o tema da responsabilidade social da empresa (RSE/CSR) foi objeto de uma mesa redonda, moderada por D. Briand, que também escreveu um texto introdutório (p. 57 *et seq.*). Neste, o foco da análise é o *desenvolvimento duradouro*. O Autor contrapõe à «economia linear» de consumo e à lógica económica de Milton Friedman - segundo a qual capital mais trabalho gera lucro, tratando o trabalho como um recurso como qualquer outro e desconsiderando os recursos naturais, bem como o dado de facto de que uma empresa não se limita a gerar lucros, tendo igualmente impacto sobre o ambiente e a sociedade - uma «economia circular», socialmente responsável, e o pensamento de Elkington da «Triple Bottom Line», em que o humano mais o ambiente mais o capital geram lucro mais balanço social mais balanço ambiental, em que o ciclo da produção apresenta fluxos continuados, privilegiando o reinvestimento dos recursos e evitando o desperdício no decurso do ciclo produtivo, sendo o lucro prosseguido com investimento também nos recursos humanos e ambientais, promovendo o desenvolvimento da personalidade do indivíduo, levando em conta o impacto da ação empresarial no ambiente e encarando as preocupações sociais e ambientais como uma necessidade e uma oportunidade (em contraposição a certas concepções éticas antiquadas da RSE/CSR, tendentes a criar no seio das empresas um clima de suspeição). Na passagem da economia linear para a circular, assume um papel fundamental o *soft law* - autorregulação e sistemas de certificação de empresas socialmente responsáveis, criando esta imagem de marca, tornada um trunfo concorrencial. O Plano Global (*Global Compact*) da ONU e a ISO 26 000 aparecem salientados tanto neste texto como no das intervenções que se lhe seguem.

No mesmo livro, a ideia de um capitalismo empresarial e humanista - em contraposição ao financialismo, apresentado como um totalitarismo dos mercados e uma perversão do capitalismo - é igualmente defendida como terceira via, para as sociedades desenvolvidas contemporâneas, por Contin (pp. 101 *et seq.*). No centro, encontra-se a empresa enquanto célula base da organização sócio-económica, detentora de um interesse próprio (distinto dos interesses particulares das pessoas que gravitam em seu redor: acionistas, assalariados, credores, clientes, consumidores, etc.), em que assenta o progresso económico e social e cumprindo uma correspondente função social, merecedora de vir a ser tratada pelo Direito como sujeito e não como mero objeto. Três correntes de pensamento presentes na mesa redonda dirigida pelo autor convergem na mesma direção: a doutrina social da Igreja, o «stakeholderismo» e a doutrina da empresa da Escola de Rennes.

Ideias semelhantes encontram-se em Danet (pp. 35 *et seq.*). O financialismo é visto como uma ideologia e um dogma, caracterizando-se por ser um sistema de governo da empresa pelos mercados financeiros, que vê a empresa como objeto de propriedade dos acionistas e dá prevalência ao interesse destes, esvaziando o poder empresarial da sua substância e subordinando a atividade produtiva ao objetivo exclusivo de satisfazer o interesse particular dos acionistas (pp. 36, 51 *et seq.*). A *corporate governance* é encarada como uma versão americana da burocracia, envolvendo um conjunto de procedimentos burocráticos de controlo dos gestores e enriquecida com o mercado da «boa consciência» (burocracia ou tecnocracia verde) (pp. 43 *et seq.*).

A doutrina da empresa, que apresenta importantes afinidades com a doutrina social da Igreja, a RSE/CSR e o «stakeholderismo», é encarada, na linha de Champaud, como uma terceira via, alternativa à restauração do financialismo com novo rosto (com a ajuda da *corporate governance*), após o seu afundamento com a crise de 2007 (pp. 37, 45 *et seq.*). Nela, a empresa é vista como uma «entidade coletiva e social» (em que se confrontam, conciliam e cooperam interesses múltiplos - concepção pluralista das partes interessadas), ou «entidade sócio-económica fundamental», dotada de autonomia jurídica e de gestão e caracterizada por um interesse próprio que os gestores devem fazer prevalecer sobre os interesses particulares dos grupos que a compõem (pp. 37, 45, 49 e 53). É, noutros termos, um sujeito do Direito, mormente quando reveste a forma societária assumindo a condição de pessoa moral, e não um objeto de propriedade e especulação (pp. 45, 50 *et seq.*). O sistema envolvente preconizado é o de um capitalismo empresarial regulado (pp. 52 *et seq.*), em que os dirigentes da empresa assumem um papel empresarial e não de meros servidores do interesse dos acionistas, considerados seus proprietários (pp. 45 *et seq.*).

## **7. O problema da competitividade dos modelos pluralistas**

Assinalou-se no corpo do artigo que os modelos pluralistas têm um problema de competitividade, no confronto com o modelo dominante. Viu-se também a posição de Jensen (2002), que traduz a visão dominante (1.2), e deu-se notícia da posição de outros autores. Realça-se o que se segue.

**7.1** Eccles, Ioannu & Serafeim, no estudo *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, publicado em 2014 (embora date de 2011, existindo na Internet uma versão revista em 2012), concluem 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 (correspondentes em larga medida a entidades que seguem o modelo dominante da criação de valor para os acionistas). Observam também que tais organizações tendem a apresentar uma governança com características próprias: conselhos de administração fortes e com a atribuição direta de responsabilidades no que respeita à sustentabilidade (embora não haja diferenças ao nível do tamanho e da independência); existência de comités ou comissões de sustentabilidade; remuneração dos executivos em função de critérios de medida não apenas financeiros mas também ambientais, sociais e de perceção externa (por exemplo, satisfação do consumidor), ou seja, determinada também por objetivos de sustentabilidade social e ambiental; e menos disposições destinadas a favorecer os acionistas.

Sugere-se, portanto, que modelos de negócio que integram uma importante componente de sustentabilidade social e ambiental – criando relações duradouras, estáveis e solidárias com as diversas partes interessadas, economizando recursos como a água e a energia (com custos de produção ambientais), evitando produtos perigosos para a segurança e a saúde dos respetivos destinatários, bem como fornecedores que não respeitam os direitos humanos (utilizando mão de obra forçada ou infantil) e sociais, que prejudicam o ambiente, etc., através de uma maior economia dos recursos, de uma força de trabalho mais empenhada, de licenças para operar mais seguras, de base de clientela mais leal e satisfeita, de uma maior transparência, de uma comunidade mais colaborativa e melhor aptidão para inovar -, em princípio mais favoráveis à realização da justiça intergeracional, podem ser competitivos, no confronto com o modelo financialista dominante. Vendo o texto mais em pormenor, realça-se o que se segue.

Para a economia neoclássica e diversas teorias de gestão, a maximização do lucro é o objetivo das sociedades anónimas. O modo como as sociedades competem e prosseguem a maximização do lucro (com maior ênfase no longo prazo ou no curto prazo, com maior ou menor consideração de outras partes interessadas além dos acionistas, bem como de critérios éticos e impacto da sua ação nessas outras partes interessadas) varia significativamente.

Para alguns autores, as sociedades não comprometidas em políticas de sustentabilidade social e ambiental são mais competitivas que as que as adotam. Diz Jensen (2001: p. 16): «Companies 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». Para outros, atender às necessidades de outras partes interessadas (por exemplo, investindo na formação dos empregados) cria valor para os acionistas (Freeman *et al.*, 2010; Porter/Kramer, 2011) e não o fazer pode fazer-lhes perder valor em virtude de boicotes do consumidor, incapacidade para conseguir as pessoas mais talentosas ou pagamento de multas.

Nos últimos 20 anos, um número relativamente pequeno mas crescente de sociedades integraram na sua estratégia empresarial (modelo de negócio e atividade operacional) questões sociais e ambientais. Muitas mais adotaram políticas de responsabilidade social, mas como atividade acessória, não como objetivo estratégico central.

Os autores escolheram dois grupos de 90 empresas cada um, o primeiro com integração voluntária no seu modelo de negócio de políticas sociais e ambientais (grupo de elevada sustentabilidade) e o segundo sem tal integração (grupo de baixa sustentabilidade, correspondente em grande medida ao modelo tradicional da maximização do lucro, em que as questões sociais e ambientais são vistas predominantemente como externalidades), que analisaram ao longo de 18 anos, num período em que a RSECSR ainda não tinha virado moda e, portanto, passou a haver verdadeiras e falsas empresas com RSE.

As conclusões do estudo são no sentido de que tais sociedades, que integraram voluntariamente no seu modelo de negócio políticas sociais e ambientais, apresentam uma estrutura de governo com características próprias: além do desempenho financeiro, é levado em conta o impacto social e ambiental, é adotada uma perspetiva de longo prazo, com vista à maximização de lucros «inter-temporais», existe um processo de gestão ativa das partes interessadas e são instituídos sistemas de medição e de relato de gestão mais desenvolvidos. Nelas, é mais provável encontrar: i) ao nível da governação, a atribuição ao CA de responsabilidades no que respeita à sustentabilidade e uma comissão de sustentabilidade, bem como a definição da remuneração dos executivos em função de critérios de medida não apenas financeiros mas também ambientais, sociais e de perceção externa (por exemplo, satisfação do

consumidor); ii) um processo formal, proativo, transparente e responsável de envolvimento/comprometimento das partes interessadas, com identificação de riscos e oportunidades, bem como de partes interessadas-chaves, a definição antecipada do objetivo do envolvimento, a formação dos gestores para o efeito, o relato dos resultados do envolvimento, interna e externamente, e a recepção pelo CA da opinião dessas partes interessadas, criando relações de longo prazo baseadas na confiança e cooperação mútuas (investindo em tais relações e relatando-as); iii) uma maior orientação de longo prazo (essencial para a integração das políticas sociais e ambientais; e prejudicada por certas políticas remuneratórias), em especial no que toca à otimização do desempenho financeiro, seja pela atração e presença de investidores deste tipo, seja através da informação comunicada aos analistas e investidores; iv) uma maior ênfase na avaliação de desempenho, bem como na transparência do impacto social e ambiental; uma medição da informação relativa a partes interessadas-chaves como empregados, consumidores e fornecedores e o uso de processos de auditoria para a tornar mais credível; uma maior revelação de informação não financeira (por ex., dados ambientais, sociais e de governança). Particulares diferenças entre os dois grupos analisados foram observadas a respeito da seleção dos fornecedores e da gestão da relação com eles (critérios ambientais, de saúde e segurança, direitos humanos, etc.). Os dados sugerem que a adoção de tais políticas de sustentabilidade reflete, em larga medida, a sua institucionalização na organização e não atos de «fala baratas» ou de maquiagem/lavagem de imagem (*greenwashing*).

Especialmente importante é a conclusão de que, comparando os dois grupos de sociedades analisados - um com altos níveis de sustentabilidade [incorporando na sua estratégia e modelo de negócio políticas com uma maior ênfase em relação aos empregados (diversidade e igualdade de oportunidades, balanço trabalho-vida pessoal, melhoria das condições de saúde e segurança, favorecimento de progressão interna), aos produtos e clientes/consumidores (qualidade, risco, segurança e saúde), ao ambiente (redução de emissões, uso de critérios ambientais na seleção de membros da cadeia de valor, poupança de energia e água) e à comunidade em geral (compromissos de cidadania, ética dos negócios e direitos humanos; incluindo critérios de seleção de fornecedores)] e outro com níveis de sustentabilidade baixos -, por um lado, no longo prazo, o desempenho das sociedades do grupo de alta sustentabilidade é superior, em termos de mercado (cotações) e contabilísticos (rácios financeiros); por outro lado, usando previsões dos analistas de lucros anuais, observa-se que o mercado subestima a capacidade de gerar lucros futura das mesmas, em comparação com as segundas. Quer dizer, apesar de as do primeiro grupo poderem, em tese geral, ter um desempenho inferior, pelos maiores custos com os empregados e perda de oportunidades de negócio que não satisfazem os seus critérios de valor e as suas normas (por ex., venda de produtos com consequências ambientais adversas, vindos de fornecedores que não respeitam os direitos humanos, utilizando por exemplo mão de obra infantil, com problemas de segurança ou risco para a saúde, pagamento de «luvas», nos países em que isso é a norma), também é verdade que estão em melhores condições para atrair melhor capital humano, estabelecer cadeias de fornecimento mais confiáveis e evitar conflitos com as comunidades de implantação (por exemplo, no que toca a licenças) e serão mais propensas a adotar políticas inovadoras, quanto ao produto e a processos, para serem competitivas dentro das restrições que a integração das políticas ambientais e sociais lhes impõem. Os estudos empíricos precedentes que procuraram estabelecer uma ligação entre sustentabilidade e desempenho financeiro, todos baseados numa análise de curto prazo, mostram resultados contraditórios.

O presente estudo, baseado numa análise de longo prazo, que permite considerar o impacto da sustentabilidade, positivo ou negativo, nesse desempenho, aponta no sentido de que as empresas do primeiro grupo têm um desempenho comparativo superior às do segundo; sugerindo que a integração das questões sociais e ambientais no modelo de negócio pode ser uma fonte de vantagem competitiva no longo prazo: uma força de trabalho mais empenhada, licenças para operar mais seguras, base de clientela mais leal e satisfeita, melhores relações com as partes interessadas, maior transparência, uma comunidade mais colaborativa e melhor aptidão para inovar podem ser fatores de superior e continuado desempenho financeiro no longo prazo (nº 7, pp. 17 *et seq.*). No que se refere à governança, observa-se que no primeiro grupo os conselhos de administração são mais poderosos e existem menos disposições favoráveis aos acionistas, embora não haja divergências ao nível do tamanho e da independência, existem mecanismos de governança que envolvem diretamente o conselho nas questões da sustentabilidade e ligam a remuneração dos executivos a objetivos de sustentabilidade. Além disso, existe um envolvimento muito mais forte e profundo das partes interessadas, acompanhado de mecanismos tendentes a torná-lo o mais efetivo possível, incluindo mecanismos de relato, financeiro e não financeiro; as comunicações externas têm um horizonte de longo prazo, a condizer com uma larga fatia de investidores com a mesma lógica; há uma maior atenção a medidas não financeiras com empregados e existe uma maior ênfase nos padrões (sociais e ambientais) de seleção, fiscalização e medição de desempenho dos fornecedores, bem como um maior nível de revelação de informação não financeira (nºs 7 e 8, p. 23). Os autores observam, ainda, que, atentas as diferentes instituições jurídicas, culturais e políticas que afetam o comportamento

empresarial quanto à sustentabilidade, existentes nos diversos países, os resultados poderão divergir de país para país. Além disso, deixam em aberto a questão de saber qual poderá ser o grau ótimo de adoção de políticas e práticas de sustentabilidade, uma vez que ela envolve a resolução de objetivos conflitantes, financeiros e não financeiros (p. 24).

**7.2 Robé**, no texto "L'au-delà de la «doctrine de l'entreprise»" (2013), procede a uma análise crítica do pensamento de Champaud - expresso no *Manifeste* (2011), em que se propõe a referida terceira via, face ao coletivismo e ao «financiarismo» (teoria da agência e da criação de valor para o acionista) - considerando-a uma doutrina «aproximativa» e desadequada para uma economia globalizada e a grande empresa (e multinacionais). Salienta-se:

Em primeiro lugar: 1) o problema de governança da empresa não são os interesses em comum desta alegada coletividade simbiótica de interesses humanos, dirigida por um árbitro de interesses, *sujeito de direito coletivo*, personificada através da forma técnica societária, mas os *interesses em conflito* (p. 25); 2) a empresa não é sujeito de direito - basta pensar numa multinacional como centenas de filiais espalhadas pelo mundo (p. 26); 3) a doutrina preconizada por Champaud não é alternativa à doutrina das partes interessadas (*stakeholders*), que poderia ver-se como uma versão norte-americana da doutrina gaulesa da empresa, e à responsabilidade social da empresa (RSE), correntes norte-americanas de reação contra o financiarismo (cfr. pp. 26 *et seq.*).

Em segundo lugar, o financiarismo combate-se de outro modo, isto é, desmontando o pensamento de Friedman. Com efeito: 1) este que concebe a empresa societária à imagem e semelhança de uma empresa individual (ou de uma sociedade de pessoas), com administradores-mandatários/empregados dos acionistas, seus proprietários, quando tal relação jurídica não existe e esta propriedade também não - os acionistas são titulares de ações da sociedade, não da empresa, e esta nem é sujeito nem objeto jurídico, mas uma organização dotada de um poder de coordenação e ou da distribuição de bens ou serviços (p. 27 *et seq.*); 2) parte da assunção falsa de que existe uma obrigação de maximizar os lucros (p. 28); 3) numa empresa plurissocietária, a sociedade (grupo) é a coluna vertebral da empresa, o dirigente da *holding* gere com a sua equipa (que não compreende os acionistas nem o CA) a empresa, no interesse social, tendo *deveres para com os acionistas e a sociedade* porque o dinheiro que gere não é seu; cabendo ao CA verificar que isto acontece (tarefa fundamental da CG) (p. 29); 4) no que respeita à questão de saber se existem também deveres para com as *partes interessadas* da empresa (que não incluem os acionistas nem os administradores), bem como o *ambiente natural e social* da empresa, se se tem uma visão do gestor apenas ligada à sociedade comercial, a questão é marginal; mas, vendo os seus poderes como relativos à organização económica que realmente conta - a empresa -, ela torna-se central, podendo conceber-se tais deveres e correspondentes deveres dos administradores (internalizando nos preços dos produtos ou serviços os custos gerados pela atividade da empresa), um dever dos acionistas de respeitar o seu cumprimento e uma eventual perda do benefício da responsabilidade limitada em caso de incumprimento (p. 29); 5) numa economia globalizada, no universo anárquico do «sistema de Estados» postvestfaliano, sem estado global, em que os chefes de empresa decidem acerca da localização geográfica dos recursos controlados pelas grandes empresas, «comprando» o ambiente normativo que lhes convém e pondo os Estados a competir pelo fornecimento de tal ambiente, a ideia de Friedman de que a criação de valor para o acionista permite maximizar a riqueza criada é falsa, uma vez que a externalização de custos sobre o ambiente social ou natural pode gerar ganhos contabilísticos, mas, pondo no prato da balança, de um lado, o valor criado e, no outro, os custos gerados, os lucros podem não corresponder à criação de valor, ou seja, pode haver a criação de valor para os acionistas através da externalização de custos (p. 29 *et seq.*); 6) por fim, é preciso pôr fim à ideologia de que vivemos numa «economia de mercado»; de facto, nós vivemos numa sociedade organizacional feita de governos «privados», operando muitas vezes à escala planetária, cuja ação afeta as pessoas, a sociedade e o ambiente. Tais organizações devem ser vistas, não sob a ótica da propriedade e da autonomia individual, mas pelo que realmente são: *organizações que exercem poder*; perante as quais o indivíduo e a sociedade devem ser protegidos, como o foram historicamente perante os Estados, tornados Estados de direito (p. 30).

«O realismo [reivindicado pela doutrina da empresa] é, hoje, a verificação de que existe um sistema de poder global cuja estrutura jurídica é pluralista, heterohierárquica e no qual as grandes empresas são ordens jurídicas autónomas. Num tal universo, as teses de Friedman são devastadoras. Elas levam as empresas a produzir externalidades negativas que convertem em lucro contabilístico e põem os Estados a concorrer entre si para melhor o fazerem» (p. 31). Note-se ainda, por exemplo, que as normas IFRS são inspiradas numa concepção neoclássica de valor que levam a indicadores justificativos de distribuições gigantescas de dividendos fictícios (nota 58, p. 30, citando Jacques Richard).

*Que solução, também realista?* - Deslocar a produção do Direito do espaço territorial para o destas organizações, que formam verdadeiras ordens jurídicas, promovendo, do exterior, a formação de uma

normatividade interna (nova constitucionalização) (p. 31). Este discurso não interessará às PME, mas no plano das relações dos Estados com as empresas globalizadas justifica-se uma análise deste género; para a qual a doutrina da empresa nada contribui (p. 31).

**7.3 Quairel-Lanoiselee**, por sua vez, no artigo *Are competition and corporate social responsibility compatible? – The myth of sustainable competitive advantage* (2011), sublinha, em especial, a respeito da RSE/CSR, por um lado, que o conceito tem sido estudado (máxime nos EUA) sem levar em devida conta os conflitos, constrangimentos e dilemas impostos pela concorrência, designadamente a feroz concorrência existente no mercado global; por outro lado, que as vantagens concorrenciais proporcionadas pelas condutas socialmente responsáveis são limitadas. Refere, ainda, que, nos relatórios sobre desenvolvimento sustentável, surgem, designadamente, declarações de recusa de práticas de concorrência desleal e corrupção (ponto de vista da ética dos negócios) e alusões aos compromissos assumidos na matéria (códigos de conduta), sublinhando níveis salariais competitivos, inovações e outras vantagens competitivas esperadas com produtos ou comportamento responsáveis (fazendo passar uma imagem de responsabilidade social), mas, em geral, dizem pouco acerca dos riscos e a pressão concorrenciais, realçados nos relatórios financeiros.

**7.4 Sacco & Viviani**, no estudo mencionado («supra», 5.4), escrevem também acerca da conceção de Sacconi:

"Quali sono allora i limiti della prospettiva contrattualista? Il principale limite della teoria neo-contrattualista, nel momento in cui voglia essere considerata una teoria generale della Csr, è di essere eminentemente una teoria di tipo normativo, tutto sommato poco interessata alla dimensione descrittiva del fenomeno. Da qui l'assenza di interesse per gli incentivi allo sviluppo dei comportamenti socialmente responsabili provenienti dal sistema competitivo.

Altri profili critici di questa prospettiva dipendono più specificamente dall'uso della teoria del contrattualismo reale, come etica di riferimento. In primo luogo, il riferirsi, da parte del contrattualismo, a condizioni di contrattazione ideali-astratte è problematico perché tali condizioni non sempre sono possibili: proprio le condizioni di incompletezza informativa, da cui in teoria il neocontrattualismo di Sacconi parte, ci sembrano uno dei limiti più significativi alla possibilità di identificare un contratto sociale equo. In secondo luogo, il fatto che un contratto sia attualmente ritenuto equo dai suoi stakeholder non significa che non possa mettere in difficoltà soggetti che di fatto non possono partecipare alla sua determinazione (ad esempio, si potrebbe raggiungere un consenso generale nei confronti di determinate modalità di sfruttamento dell'ambiente che nuocerebbero gravemente alle generazioni future).

A queste critiche il neo-contrattualismo di Sacconi ha reagito mettendo in evidenza la componente procedurale della teoria, quindi l'importanza di offrire concrete occasioni per la contrattazione equa.

Il limite più rilevante in questa prospettiva tuttavia - secondo il nostro parere - è che le preferenze dei soggetti che contrattano sono ritenute fisse, mentre il concetto di responsabilità sociale ha un contenuto normativo che si è modificato nel tempo, che ha una storia. Ci sono aspetti - come ad esempio il rispetto dei diritti del lavoro - che riguardano fin dall'inizio il dibattito sulla CSR, altri sono emersi in un secondo momento (ad esempio quelli dettati dalla diffusione della sensibilità ambientalista), per cui la percezione attuale della Rsi dipende dall'evoluzione del concetto dovuta alla costruzione di determinate visioni o convenzioni culturali sul valore e gli obiettivi dello sviluppo economico. Questo risulta evidente dalla volontà politica - e di molti commentatori - di riferirsi con crescente enfasi al concetto di sviluppo sostenibile.

Introducendo le preferenze conformiste Sacconi ha sottolineato il valore della struttura morale degli agenti. Le motivazioni infatti sono rilevanti secondo l'autore: uno dei vantaggi comparati della cultura delle imprese cooperative nell'intraprendere comportamenti responsabili starebbe nel fatto di saper attrarre soggetti con una struttura morale differenziata. Cioè che "non osserveremmo molte cooperative se i loro soci non presentassero un sistema motivazionale e di preferenze più complesso rispetto alla mera ricerca di soddisfazione delle preferenze materiali di tipo consequenzialista".

Tuttavia la teoria di Sacconi parte dal fatto che esista questa complessità motivazionale, e che questa si esprima in un desiderio degli agenti economici di comportamento conforme rispetto ad un principio formalmente espresso: da dove emerga e come evolva questa sensibilità, che pur risulta un incentivo essenziale alla responsabilità sociale d'impresa, non è oggetto della prospettiva. Quindi il

neocontrattualismo di Sacconi, al contrario della prospettiva neo-classica, è interessato alla complessità morale degli agenti economici come incentivo alla Csr, offre una spiegazione di come una cultura comune sugli obiettivi e i principi dell'azione economica collettiva possa sostenersi, attraverso l'esplicitazione di un contratto sociale ipotetico: tale spiegazione tuttavia è non dinamica, non storica e soprattutto non legata alla forza incentivante dei meccanismi competitivi del mercato o più ampiamente alle dinamiche del sistema socio-culturale." (n° 3.3, pp. 20 *et seq.*)

**7.5** Note-se, ainda, que, no pequeno texto "Shareholders First? Not so much...", publicado na *Harvard Business Review* (julho-Agosto de 2009, pp. 90 e 91, disponível em <https://hbr.org/2009/07/shareholders-first-not-so-fast>), Jeffrey Pfeffer afirma, por um lado, que os *CEO* estão a redescobrir o *stakeholder capitalism*, que já dominara nos anos 50 e 60 do século XX, por outro lado, que não existe base jurídica para o primado acionário (juridicamente, em nome dos acionistas, os gestores podem justificar praticamente qualquer conduta, mesmo com grande sacrifício para os outros interessados, mas o direito não lhes impõe tal modo de agir - Karen Page, 1999). De facto, os acionistas tornaram-se proeminentes na década de 90, por diversas razões, mormente uma crença generalizada na eficiência e inteligência dos mercados, passando a sociedade a organizar-se através dos mercados financeiros numa medida sem precedentes (Gerald Davis; tudo é agora instrumento financeiro: casas, cuidados infantis...). Mas, se é certo que os mercados podem realizar uma afetação eficiente de recursos, também é certo que tal só ocorre em condições apropriadas, que nem sempre existem: grande dose de concorrência e informação e possibilidade de realização de escolhas individuais racionais. Além disso: i) o primado da criação de valor para o acionista está sob fogo, havendo estudos recentes que demonstram os benefícios das práticas de alto comprometimento dos trabalhadores (rentabilidade e produtividade) e da satisfação e lealdade dos clientes, nem sequer sendo lógico tal primado (como observou Dennis Bakke, "Why should past labor (capital) receive so much preference over current labor (employees)?"); ii) e uma análise comparativa mostra que as empresas com melhor desempenho são aquelas que vão contra a corrente, colocando os trabalhadores, incluindo a sua formação profissional, e os clientes em primeiro plano (exs.: Southwest Airlines, Men's Warehouse). E conclui, por um lado:

"Shareholder capitalism is no longer something that resonates inside organizations. It doesn't motivate or engage the workforce in a way that engenders high performance; maximizing shareholder value is scarcely the kind of big, hairy, audacious goal *Good to Great* author Jim Collins has described as being so useful for getting people on board with your ideas. Customers, for their part, care about the quality of the goods and services they're getting and how they're being treated—not about stock price. And suppliers seek partnerships based on trust and mutual commitment for the long term, not share appreciation." (p. 91)

Por outro lado, numa linguagem que faz recordar a concepção instrumental da *stakeholder theory*, acrescenta:

"In the end, shareholder returns are just an outcome of management practices that respect all constituencies. Maybe this time CEOs will get it. If they don't, we'll be traveling back to the future once more, with yet more rounds of scandal and recession."

## **8. Doutrina Social da Igreja e outros textos**

**8.1 DSI**. No que respeita à doutrina social da Igreja, lê-se na Encíclica *Centesimus Annus* (João Paulo II, 1991), designadamente: [I] «A moderna *economia de empresa* comporta aspetos positivos, cuja raiz é a liberdade da pessoa, que se exprime no campo económico e em muitos outros campos. A economia, de facto, é apenas um setor da multiforme atividade humana, e nela, como em qualquer outro campo, vale o direito à liberdade, da mesma forma que o dever de a usar responsabilmente. Mas é importante notar a existência de diferenças específicas entre

essas tendências da sociedade atual, e as do passado, mesmo se recente. Se outrora o fator decisivo da produção era *a terra* e mais tarde *o capital*, visto como o conjunto de maquinaria e de bens instrumentais, hoje o fator decisivo é cada vez mais *o próprio homem*, isto é, a sua capacidade de conhecimento que se revela no saber científico, a sua capacidade de organização solidária, a sua capacidade de intuir e satisfazer a necessidade do outro» (nº 32); «a Igreja reconhece o papel positivo do mercado e da empresa, mas, ao mesmo tempo, indica que estes não de estar orientados para o bem comum» (nº 43); [II] «o lucro é um regulador da vida da empresa, mas não o único; o *fim da empresa* «não é simplesmente o lucro, mas sim a própria existência da empresa como *comunidade de homens* que, de diverso modo, procuram a satisfação das suas necessidades fundamentais e constituem um grupo especial a serviço de toda a sociedade»; a «consideração de outros fatores humanos e morais que, a *longo prazo*, são igualmente essenciais para a vida da empresa» (nº 35); [III] «o desenvolvimento integral da pessoa humana no trabalho não contradiz, antes favorece uma maior produtividade e eficácia do próprio trabalho, embora isto possa enfraquecer centros de poder consolidados»; «a empresa não pode ser considerada apenas como uma ‘sociedade de capitais’; é simultaneamente uma ‘sociedade de pessoas’, da qual fazem parte, de modo diverso e com específicas responsabilidades, quer aqueles que fornecem o capital necessário para a sua atividade, quer aqueles que aí colaboram com o seu trabalho» (nº 43). [Cfr. 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).]

**8.2 A questão ambiental e a CG.** Henderson, no artigo *A Fiduciary Duty to Minimize the Corporation's Environmental Impacts* (2013), recorda que as sociedades anónimas são a pedra angular da organização económica da sociedade, pelo que o direito das sociedades deve ter um papel crucial na sustentabilidade ambiental; e conclui que construir uma estrutura de governança societária ambientalmente sustentável implica *abandonar o primado acionista* - o qual só atende ao ambiente na medida em que isso não prejudique a criação de valor para ele -, sendo a criação de um *dever fiduciário* dos administradores, na sua opinião, um meio vantajoso para conseguir aquele objetivo (pp. 94 *et seq.*). Ao longo de todo o texto a ideia é de que desse modo também se defendem/protegem as gerações futuras.

Quer dizer, defende a incorporação na governação societária de um dever fiduciário de minimizar os impactos ambientais negativos da atuação da sociedade, em benefício das gerações futuras, expandindo os existentes deveres fiduciários dos administradores, como forma de reforçar a existente (mas imperfeita) proteção legal e regulatória: apesar de se tratar de um dever dificilmente efetivável judicialmente, ajuda a criar um sentimento de responsabilidade e a sua simples existência levará a um substancial cumprimento. Na verdade, trata-se de ativar uma norma de proteção ambiental latente na sociedade, estendendo-a aos administradores (p. 84). As leis têm também uma função simbólica ou expressiva, sendo cumpridas por existirem, pelos valores que transmitem, e não tanto pelas sanções (p. 85).

O primado acionista, estando envolvidas questões ambientais, pode não maximizar a riqueza, dado, designadamente, o desfasamento entre as causas e os efeitos de muitos problemas ambientais. Pelo contrário, externalizando danos de longo prazo, transfere riqueza das futuras gerações para o presente (p. 70).

Com tal dever dos administradores, pretende-se: melhorar o cumprimento da regulação existente (importante, mas insuficiente, volumosa e crescentemente complexa, feita por autoridades que têm menos informação, um processo de decisão mais rígido e um tempo de reação mais longo que as entidades reguladas - pp. 71 *et seq.* 73 *et seq.*); e levar os administradores a tomar em conta nas suas decisões as

questões ambientais, para além do exigido na lei (pp. 69 *et seq.*, 86 *et seq.*, 88 *et seq.*). A ideia é estimular a capacidade inovadora das sociedades comerciais - que têm informação e estão em condições de poderem desenvolver informação para prevenir danos - de redução dos impactos ambientais e trazer para o centro do processo decisório dos administradores a questão ambiental, atuando sobretudo de forma preventiva (pp. 70, 73, 77 e 80); funcionando o dever como meio de reforçar a proteção existente, por dentro de quem decide e pode causar dano, alterando o seu comportamento (pp. 82 *et seq.*).

A aceitação do dever requer a superação (ou pelo menos a modificação) do primado acionista dominante nos EUA (pp. 69 *et seq.*, 77 *et seq.*). Mas note-se que, no Canadá, o Supreme Court afirmou (BCE, 2008): «The corporation and shareholders are entitled to maximize profit and share value, to be sure, but not by treating individual stakeholders unfairly» (p. 85).

Existem vantagens em ser dever societário (em vez de incluído na legislação ambiental): i) passa a fazer parte do quadro jurídico regulador do processo de decisão dos administradores, transmitindo a mensagem de que se encontra no centro das suas responsabilidades; não é coisa periférica, obriga-os a informarem-se, estimula a criação de conhecimento especializado e leva a ponderar possíveis modificações do processo produtivo para prevenir danos; ii) tem certa conotação moral, ética, apelando mais para o sentido de moralidade dos administradores do que para o seu interesse financeiro (pp. 69 *et seq.*, 77, 80, 85, 86 e 89); iii) cumpre função educativa (pp. 84 *et seq.*). A legislação existente, com as sanções respetivas, não conseguiu até agora que os administradores incluíssem as questões ambientais no seu processo decisório; quando muito induziram um mínimo de cuidado (p. 75 *et seq.*).

O dever implica, antes de mais, o *dever de se informar* acerca dos impactos existentes e potenciais (p. 89); a recolha de informação é importante, porque, em face dela, podem ser descobertas maneiras alternativas e porque incentiva a ação (pp. 89 *et seq.*). A inobservância de deveres de se informar como este é sindicável judicialmente (p. 90). Implica, em seguida, *ver o que pode ser feito para minimizar e criar mecanismos de acompanhamento/monitorização do desempenho ambiental* (pp. 90 *et seq.*). A informação é também importante para esclarecer os acionistas e outros *stakeholders* (sobre as medidas, os custos e os resultados) (p. 91).

Ainda a respeito do problema da coerção ou sancionamento do incumprimento, realça-se que a publicação de um *relatório de sustentabilidade* pode promover a eficácia prática do dever (pp. 92 *et seq.*).

**8.3 CG e credores.** A necessidade alargar os horizontes da governança societária, englobando nela outras partes interessadas, como é o caso dos credores-financiadores, é também referida por Gabriela Figueiredo Dias, no artigo *Financiamento e governo das sociedades* (2014). No que respeita à importância do tema, para Portugal, assinala-se que, segundo a informação da autora (baseada em dados do BdP), as empresas portuguesas são atualmente as mais endividadas da Europa e, simultaneamente, as mais dependentes de capital alheio, «apresentando um rácio de autonomia financeira inferior a 30%» (p. 364). Note-se que isto significa uma partilha do risco entre os sócios e os credores claramente desfavorável a estes, embora pelo menos num grande número de sociedades fechadas de algum modo contrabalançado pela prática sistemática das garantias pessoais dos sócios (que representa outro problema de governação, porque, em caso de crise, atual ou iminente, estimula um tratamento desigualitário dos credores).

Mais recentemente, veja-se a «Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal 2011-2016», feita pelo BdP, *Estudos da Central de Balanços* Novembro | 2016, disponível em [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/estudos\\_da\\_cb\\_26\\_2016.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/estudos_da_cb_26_2016.pdf). Lê-se no Sumário:

«Em 2015, 89 por cento das 408 mil empresas não financeiras existentes em Portugal eram microempresas. No entanto, as grandes empresas (0,3 por cento do total) eram responsáveis pela maior parcela do volume de negócios (41 por cento) e das pessoas ao serviço (27 por cento). Estas estruturas mantiveram-se relativamente estáveis em comparação com 2011»; «O nível médio de *autonomia financeira* das empresas foi, em 2015, de 32 por cento, 2 p.p. acima do observado em 2011»; «A dependência de capital alheio era particularmente crítica para 29 por cento das empresas, em virtude de apresentarem capitais próprios negativos»; «Os *empréstimos bancários* constituíram a principal fonte de capital alheio remunerado sob a forma de juros (25 por cento do passivo), apesar de o seu peso ter diminuído 1 p.p. face ao ano anterior». Veja-se, mais desenvolvidamente, a p. 36.

Entre as deficiências detetadas pela autora nos sistemas de governo, referem-se as seguintes (embora agora na ótica dos credores): predisposição dos administradores, nas suas decisões de gestão, para uma *exposição excessiva ao risco*; prossecução de interesses de *curto prazo*, pelos administradores e pelos próprios acionistas; *ineficácia dos mecanismos de monitorização*, designadamente no que respeita àquela exposição ao risco, deficiências na informação financeira, transações com partes relacionadas, etc. (p. 366). Realçam-se em seguida algumas ideias forças do artigo. São elas:

i) A confiança é «o mais essencial pilar e motor de desenvolvimento dos mercados» [em especial do mercado de capitais]; ii) tal confiança foi prejudicada por três ordens de fatores: por *práticas nocivas de desconsideração dos interesses dos acionistas minoritários*, disseminadas nas grandes empresas, *remunerações e pensões excessivas* dos titulares de órgãos de administração, «assentes em incentivos errados e alinhados com interesses de curto prazo dos administradores», e *fiscalização* insuficiente; por fenómenos de *fraude e rotura financeira* de grandes sociedades, sobretudo no início do século XXI; e pela *crise financeira* [de 2007-2008], na origem da qual estão falhas de governo das sociedades, «com destaque para as políticas remuneratórias e para a debilidade e *inadequação dos sistemas de gestão de riscos* das sociedades» (Relatório de Peritos Larosière) [pp. 361 *et seq.* (II.2)]; iii) isso levou, nos últimos 15 anos, a desenvolver teorias e um sistema de princípios e regras de governo das sociedades (cotadas) (*soft law* e *hard law*); iv) tal sistema centrou-se quase exclusivamente na proteção dos acionistas, mormente dos minoritários, procurando, por um lado, mitigar assimetrias de informação entre eles e a administração, por outro lado, eliminar fatores de divórcio entre os interesses desta e os dos acionistas que lhe cabe representar e exercer (resolver *problemas de agência*, promovendo o alinhamento de interesses) [p. 362 (II.2)]; v) a ideia foi de instituir um «sistema ao serviço do *crescimento sustentado* das empresas e da *criação de valor para os acionistas*» (para todos eles) [p. 361 (I.1)]; vi) daí que os desenvolvimentos se tenham concentrado (sobretudo por influência dos princípios da OCDE) nos órgãos de administração e fiscalização (designação composição, funcionamento e processos de decisão) e na forma do seu relacionamento com os acionistas (proteção destes e da sociedade, «enquanto titular de interesses autónomos, em relação aos acionistas de controlo e em relação ao poder, eventualmente oculto e desproporcionado que estes possam exercer» sobre ela) [p. 360]; vii) os demais *stakeholders* encontram-se nas margens do sistema ou mesmo fora dele [p. 362]; viii) porém, o recurso crescente ao capital alheio (financiamento) faz avultar um *terceiro poder* - o dos financiadores; este poder, muitas vezes oculto e em boa medida assente numa grande assimetria de informação entre financiadores e acionistas, carece de ser tido em conta, no sistema de governo das sociedades, considerando designadamente medidas de proteção desses acionistas e da sociedade, mas levando em conta também que os financiadores podem contribuir para uma mais eficaz gestão do crédito e controlo do risco, mitigação de conflitos, etc. [pp. 363 *et seq.*]; ix) realçam-se certas práticas abusivas capazes de pôr em causa a própria subsistência de sociedades com negócios viáveis, as quais carecem de ser reguladas [cf. pp. 368 *et seq.*, 373, 376, 380 *et seq.*]; adicionalmente, importa também melhorar a posição dos obrigacionistas, criando condições para esta fonte de financiamento [pp. 378 e 383].

**8.4 Justiça intergeracional.** Como de observou, são poucos os autores que tratam do tema da justiça intergeracional numa perspetiva económico-empresarial, favorecendo políticas sustentáveis capazes de a promover. *Georg Müller-Christ* é, no entanto, um deles. O autor, em paralelo às dominantes concepções/soluções normativistas (ou éticas) do problema, situando este no plano económico (da racionalidade económica), formula a questão deste modo: como conceber a justiça intergeracional de modo a incorporá-la num «esclarecido interesse próprio» da economia? E responde: quando as empresas se comportam segundo critérios de *racionalidade económica sustentável*, também serão justas para com as gerações vindouras; ou seja, a sustentabilidade gerará a pretendida justiça intergeracional.

A posição suscitou, no entanto, natural controvérsia. Sobre o assunto, cf. «Unternehmen als Träger des Leitbildes Generationenrechtigkeit: von der normativen zur rationalen Perspektive», in Jörg Tremmel/Gotlind Ulshöfer (eds.), *Unternehmensleitbild Generationengerechtigkeit - Theorie und Praxis*, IKO 2005, pp. 35-53, em especial 35 *et seq.*, referindo também anteriores estudos. Vejam-se, igualmente, «Auch Unternehmen selbst müssen nachhaltig werden», in

Michael Hülsmann/Georg Müller-Christ/Hans-Dieter Hassis (eds.), *Betriebswirtschaftslehre und Nachhaltigkeit: Bestandsaufnahme und Forschungsprogramm*, Wiesbaden (Springer Fachmedien Wiesbaden) 2004, pp. 6 *et seq.*, bem como os contributos dos demais participantes no livro, e, ainda, «Nachhaltigkeit und Aalutogenese (...), in Georg Müller-Christ, Michael Hülsmann (eds.), *Modernisierung des Managements: Festschrift für Andreas Remer zum 60. Geburtstag*, DUV, pp. 5 *et seq.* Podem ver-se, ainda: do autor referido acima, «Unternehmen und Nachhaltigkeit aus der Mikroperspektive: Ressourcen, Substanz und die ganze ökonomische Rationalität», in *Unternehmen und Nachhaltigkeit. Zwischen Selbst- und Fremdsteuerung*, por ele editado, Vereinigung für Ökologische Ökonomie 2006, disponível em <http://econpapers.repec.org/bookchap/zbwvoobub/6.htm> (consultado em 9.01.2017), pp. 1 *et seq.*, e Gudrun Linne/Michael Schwarz (eds.), *Handbuch Nachhaltige Entwicklung: Wie ist nachhaltiges Wirtschaften machbar?*, Wiesbaden (Springer Fachmedien Wiesbaden) 2003, pp. 135 *et seq.*, 235 *et seq.*. Acerca do capital humano, cf., por ex., a dissertação de Sabine Elias-Linde, *Personalknappheit und nachhaltiges Humanressourcenmanagement (...)*, Springer Gabel 2013.

**2.1** O ponto de partida do autor é a concepção da empresa como sistema social aberto e, como tal, um *sistema dependente de recursos*, que para assegurar a sua sobrevivência e cumprir os seus objetivos, tem de conservar a sua base de recursos, promovendo a respetiva reprodução, sejam estes de natureza material ou imaterial, económica, ecológica ou social (incluindo a formação/educação, a segurança jurídica, a legitimação social e a confiança). Ou seja, à concepção dominante da empresa como sistema de criação de valor (ou riqueza), deve acrescentar-se a ideia de uma empresa como sistema dependente de recursos (encarados estes como uma categoria aberta de meios de ação abstratos e/ou latentes, distintos de concretas matérias primas ou fatores de produção). Sendo os recursos escassos e podendo faltar quando necessários, quem quiser exercer uma atividade económica de forma duradoura não pode limitar-se a combinar os recursos (fatores produtivos) existentes de forma eficiente, deve providenciar para que os recursos utilizados se conservem funcionais e se reproduzam. Quer dizer, ao lado da racionalidade económica dominante da *eficiência*, entra em jogo também a racionalidade da *sustentabilidade*, em certa medida com ela conflituante; é economicamente razoável e racional não apenas procurar a eficiência mas também a conservação da substância (meios de base). De um ponto de vista económico, a sustentabilidade significa que toda a unidade económica para ter uma existência duradoura deve manter a sua base de recursos económica, ecológica e social. [Está aqui presente também a ideia de que uma empresa só pode desenvolver a sua atividade com êxito num horizonte temporal de longo prazo se a sociedade em que opera (meio ambiente em que vive) for estável e próspera. A empresa sabe que existe uma interação com o seu meio ambiente, natural, social, político, etc., necessária para o sucesso. Sendo por isso economicamente racional tratá-lo bem.]

A ideia do autor não é apresentar conceitos e instrumentos concretos para desenvolver a integração da justiça intergeracional no comportamento empresarial, mas resolver um problema mais de base: como fazer a ponte entre normas e «racionalidades», que a doutrina da responsabilidade social das empresas também procura atingir, mas presumivelmente sem funcionar muito bem. Admitindo a existência autónoma daquelas duas racionalidades económicas - a eficiência e a sustentabilidade -, entende que a teoria da gestão estratégica deve levar em conta que as empresas devem ser bem sucedidas no mercado, mas também manter a sua própria base de recursos. A tarefa fundamental de uma atuação duradoura e sustentável é o investimento na reprodução dos vários tipos de recursos. Note-se que, pensando nas multinacionais e na globalização, a eficiência pode levar as empresas a deslocar-se, em vez de investirem na reprodução dos recursos.

**2.2** A justiça intergeracional - enquanto conceito ético e jurídico - é um conceito intensivamente discutido, dada a atual consciência de que o bem-estar das presentes gerações tem efeitos colaterais de longo prazo, que limitam consideravelmente as possibilidades de atuação e desenvolvimento das gerações vindouras: estas já não terão combustíveis fósseis, processos ecossistémicos da natureza funcionarão para as pessoas de forma limitada, as finanças públicas encontrar-se-ão destruídas pelos elevados encargos assumidos, grande parte da humanidade não terá a formação/educação adequada para participar numa sociedade moderna. Importa distinguir entre uma parte necessária e uma parte facultativa do conceito.

Quanto à primeira: como observa Tremmel (2003), a *justiça intergeracional* será atingida quando as oportunidades de satisfação das necessidades pessoais das gerações futuras forem pelo menos da mesma ordem de grandeza das que possuem as gerações presentes. A noção aproxima-se da noção de *sustentabilidade*, entendida como conceito social (não como racionalidade económica), ambas se

centrando num dado económico: a satisfação de necessidades. Com efeito, desde a comissão Brutland (1987) [World Commission on Environment and Development. O texto do relatório da Comissão encontra-se disponível em <http://www.un-documents.net/our-common-future.pdf> (consulta: 9.01.2017)] que a o desenvolvimento sustentável é definido como um «development which meets the needs of current generations without compromising the ability of future generations to meet their own needs».

Quanto à parte facultativa do conceito, encarado sob a perspetiva dos recursos, pode acrescentar-se o que se segue. As necessidades apenas podem ser satisfeitas de forma duradoura quando estejam disponíveis para o efeito os meios ou recursos necessários. A justiça intergeracional será então alcançada quando todas as gerações conservarem a base de meios ou recursos económicos, ecológicos e sociais através dos quais todas as gerações sucessivas possam, querendo, satisfazer os seus objetivos (necessidades). Por outras palavras: a justiça intergeracional será alcançada quando todas as unidades económicas atuem de forma sustentável.

Em suma, nesta perspetiva, para uma qualquer unidade económica, incluindo a empresa, a racionalidade económica da sustentabilidade significa que a base de recursos ecológica, económica e social deve ser conservada se a mesma quiser atuar economicamente de forma duradoura (satisfazendo necessidades). Donde pode inferir-se que quando todas as unidades económicas do mundo investirem ativamente na reprodução da sua base de recursos, os problemas económicos, ecológicos e sociais serão reduzidos. Se a sustentabilidade de cada unidade for melhorada, a sustentabilidade global também melhorará. Nesta medida, encarando a justiça intergeracional na ótica de um esclarecido interesse próprio das empresas na sustentabilidade empresarial, estas poderão contribuir para a melhorar; sendo o seu contributo tanto maior, quanto maior for o número daquelas que se guiarem por tal parâmetro de racionalidade económica.

Como a sustentabilidade e a eficiência não vão no mesmo sentido, as decisões de gestão tornam-se mais complexas; o que coloca ulteriores interrogações, aqui não consideradas.

**2.3** Esta posição tem tido apoios, mas também suscitado dúvidas e objeções [cf. a literatura supracitada; na primeira obra citada, veja-se também a discussão constante das páginas 55 a 73]. Uma delas é a do *free-riding*, cuja superação exige ou pode exigir concertação ou cooperação. Como base para discussão, afigurou-se, no entanto, que merecia ser registada. Note-se que, no atual contexto global, a pressão competitiva com possibilidade de deslocação geográfica e negociação com os diversos Estados, também concorrentes entre si para atraírem investimento, coloca um problema sério de eficácia das soluções normativas, vindas de cima.

**8.5 CG e investidores institucionais.** Os investidores institucionais estão atualmente conotados com o ativismo acionário. O seu papel na sustentabilidade de longo prazo das empresas não é, no entanto, visto por todos da mesma maneira. Em especial sobre o papel que os fundos de pensões e soberanos podem desempenhar na promoção de uma gestão das sociedades orientada para o longo prazo e desse modo contribuir para a justiça intergeracional, cf. Alexander Cappelen / Runa Urheim, "Pension Funds Sovereign-wealth Funds and Intergenerational Justice", 2012, disponível em <https://ssrn.com/abstract=2156964>. Para o papel que os fundos de pensões terão tido na afirmação da doutrina do primado acionário, com conclusões algo surpreendentes quanto aos apoiantes da mesma (incluindo trabalhadores e sindicatos), cf. Martin Gelter, "https://papers.ssrn.com/sol3/cf\_dev/AbsByAuth.cfm?per\_id=416460The Pension System and the Rise of Shareholder Primacy", *Fordham Law Legal Studies Research Paper No. 2079607*, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2079607](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2079607).

## Bibliografia

- 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 (5ª 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 (7ª 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](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/professorbainbridgecom/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<sup>e</sup> siècle*, ed. Claude Champaud, Bruxelas: Larcier, p. 57-83
- BUYASSE, 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](http://www.codebuysse.com/downloads/CodeBuysseII_FR.pdf) (última consulta: 17.01.2017)
- CÂMARA, 2002. Paulo Câmara, “Códigos de Governo das Sociedades”, *Cadernos MVM* 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, p. 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
- CARROLL & SHABANA, 2010. Archie B. Carroll & Kareem M. Shabana, "The Business Case for Corporate Social Responsibility: A Review of Concepts, Research and Practice", *International Journal of Management Reviews* 12 (2010), pp. 85–105
- 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](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<sup>e</sup> siècle*, ed. Claude Champaud, Bruxelas: Larcier, pp. 183-224
- CHAMPAUD, 2012. Claude Champaud (ed.), *L'entreprise dans la société du 21<sup>e</sup> 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](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](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](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](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.<sup>a</sup> 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<sup>e</sup> 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<sup>a</sup> 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<sup>e</sup> siècle*, ed. Claude Champaud, Bruxelas: Larcier, p. 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](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](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%A1ticas.pdf](http://sucessaoempresarial.aeportugal.pt/documents/SUCCESS%C3%83O_Manual%20de%20Boas%20Pr%C3%A1ticas.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](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
- GELTER, 2012. Martin Gelter, “La doctrine française de l'entreprise d'un point de vue comparé”, in *L'entreprise dans la société du 21<sup>e</sup> siècle*, ed. Claude Champaud, Bruxelas: Larcier
- 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, p. 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](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)

- HARRIS, 2015. Ron Harris, «The History of Team Production Theory», 38 *Seattle University Law Review* (2015), pp. 537-560.
- 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](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\\_maio\\_2016\\_versao\\_para\\_consulta\\_VF.pdf](http://www.cgov.pt/ficheiros/Codigo_maio_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](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: Principia

- 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
- ROBE, 2013. Jean-Philippe Robé, “L'au-delà de la «doctrine de l'entreprise»”, "Dossier: Repenser le gouverneman des sociétés commerciales", in *Cahiers de droit de l'entreprise*, nº 2, março-abril de 2013, pp. 21-60, pp. 23ss
- 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<sup>e</sup> siècle*, ed. Claude Champaud, Bruxelas: 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° 38 (2012), disponível em:  
<http://econometrica.it/wp/wp38.pdf>
- SACCONI, 2012. Lorenzo Sacconi, “Ethics, Economic Organisation and the Social Contract”, *Econometrica*, Wp n° 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](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<sup>e</sup> siècle», in *L’entreprise dans la société du 21<sup>e</sup> siècle*, ed. Claude Champaud, Bruxelas: Larcier, p. 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](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