

O princípio “comply or explain” e a “soft law”

The “comply or explain” principle and the “soft law”

Ana Sílvia Falcão Mestre Efigénia

Mestre em Ciências Jurídico-Privatísticas pela Faculdade de Direito da Universidade do Porto

Doutoranda na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra

Janeiro de 2015

RESUMO: A *soft law* é um instrumento jurídico que proporciona flexibilidade a quem o utiliza mas, a ausência de sanção levanta uma enorme discussão em torno da segurança jurídica que proporciona. Neste sentido, o princípio *comply or explain*, no contexto das sociedades de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, proporciona a flexibilidade da *soft law*, na medida em que cada sociedade se conforma às práticas de governação societária que considerar mais adequadas ao seu caso concreto mas, com vista a aumentar a transparência neste domínio, obriga-as a divulgar essas mesmas práticas e também as explicações da sua não observância.

Verifica-se que existe controlo sobre a obrigatoriedade de divulgação da declaração. Contudo, para melhorar a tutela de carácter preventivo do princípio é necessário um maior controlo ao nível do conteúdo da mesma. Nesta conformidade, é importante tutelar o princípio *comply or explain ex ante* mas também *ex post* por forma a conferir-lhe maior eficácia.

PALAVRAS-CHAVE: *soft law*, *comply or explain*, governação societária, *shareholders*, divulgação, eficácia

ABSTRACT: *Soft law* is a legal instrument that provides flexibility to whom makes use of it, but the absence of sanction raises an enormous discussion around the legal safety it provides. In this sense, the *comply or explain* principle, in the context of marketable securities societies permitted to negotiate in a regulated Market, provides the flexibility of the *soft law*, in the extent that every society adopts the corporate management system it considers most adequate to its needs but, in order to increase transparency on this matter, obliges it to disclosure the management system and the reasons for non-compliance to it.

It appears that there is control over the mandatory disclosure of the statement. However, to improve the preventive judicial protection of the principle is necessary to better control the level of the contents. Accordingly, it is important to protect the principle *comply or explain ex ante* but also *ex post* in order to increase its effectiveness.

KEY WORDS: *soft law*, *comply or explain*, corporate governance, *shareholders*, disclosure, effectiveness

SUMÁRIO:

1. Introdução
 2. O princípio *comply or explain*, a *soft law*, e o direito
 3. O princípio *comply or explain* a *soft law* e a *new governance*
 4. Os códigos de *corporate governance* em Portugal
 5. Portugal e o princípio *comply or explain*
 6. O problema da eficácia do princípio *comply or explain*
 7. O controlo exercido pelos investidores
 8. Fiscalização do cumprimento do princípio *comply or explain* pela autoridade reguladora
 9. Conclusão
- Bibliografia

1. Introdução

Num mundo cada vez mais exigente, e com o grande objetivo de controlar as dificuldades colocadas pela crescente globalização da sociedade, em geral, e dos mercados, procuram-se “novos” métodos de governação.

O objetivo deste estudo é o de perceber se a *soft law* (neste contexto, códigos de *corporate governance*¹) e o princípio *comply or explain* poderão constituir instrumentos de governação societária eficazes contribuindo para que as sociedades melhorem as suas práticas de *corporate governance*².

No percurso para concretizar este objetivo deparamo-nos com um problema. Será a *soft law* direito? E o princípio *comply or explain*? Responderemos a estas questões no ponto 2.

Posteriormente discutiremos as razões que motivam a utilização da *soft law* e do princípio *comply or explain*. Seguidamente analisaremos as manifestações destes dois instrumentos no nosso país, no domínio da *corporate governance*.

Por último, cuidaremos da tutela *ex ante* deste princípio, ou seja, sobre a fiscalização do mesmo.

2. O princípio *comply or explain*, a *soft law* e o direito

A transposição da diretiva 2006/46/CE obriga as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado a incluírem nos seus relatórios anuais uma declaração sobre o governo societário (*corporate governance*). Esta declaração deve fazer referência ao código de *corporate governance* a que a sociedade se encontra sujeita e incluir o dever de explicar os pontos de não cumprimento, caso existam, do código aplicável. Esta técnica de cumprir ou, caso não se cumpra, explicar porque é que não se cumpre, é designada por *comply or explain*³.

¹ Estes códigos têm com objetivo fornecer orientações para satisfação dos direitos dos acionistas e assegurar os padrões de transparência. Os códigos de boa *governance* são um conjunto de recomendações das “melhores práticas” sobre o comportamento e a estrutura do conselho de administração. Eles foram concebidos para corrigir as deficiências no sistema de *corporate governance*, através de um conjunto de normas de natureza recomendatória sobre o papel e composição do conselho de administração, relações entre acionistas e administradores, divulgação da informação e auditoria, remunerações e destituição dos administradores, cfr. RUTH V. AGUILERA/ÁLVARO CUERVO-CAZURRA, *Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger?*, in *Organization Studies*, vol. 25 (3), 2004, p. 477-496; dos mesmos autores, *Codes of Good Governance in Corporate Governance: An International Review*, vol. 17, nº 3, 2009, pp 376-387, artigo em que são indicados os países com códigos elaborados e o número de revisões dos mesmos até meados de 2008. Sobre a *corporate governance* ou governação societária, origem e evolução, cfr. PAULO OLAVO CUNHA, *Corporate & Public Governance nas Sociedades Anónimas: Primeira Reflexão in Centenário do nascimento do Professor Doutor PAULO CUNHA : estudos em homenagem*, coord. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, Coimbra 2012 p.812 e ss.

² “designa o complexo de regras (legais, estatutárias, jurisprudenciais, deontológicas), instrumentos e questões respeitantes à administração e ao controlo (ou fiscalização) das sociedades” (JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Governança da Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2010, p. 7). Sobre a governação de sociedades em Portugal v., do mesmo autor, *Corporate Governance em Portugal*, IDET, Miscelâneas nº6, Coimbra, 2010, p. 7-47.

³ As particularidades ligadas ao local de nascimento do princípio, colocam a questão da sua transposição para países com culturas jurídicas e contextos económicos diferentes. O escritório de advogados WEIL, GOTSHAL & MANGES, LLP, desenvolveu um estudo comparativo sobre esta matéria, no seu *Comparative Study Of Corporate*

O princípio *comply or explain* surgiu no Reino Unido em 1992 com o “relatório *Cadbury*”⁴, em resposta aos escândalos financeiros da época⁵.

No *Action Plan*⁶, divulgado em 21 de Maio de 2003, pela COMISSÃO EUROPEIA, foi rejeitada uma abordagem baseada na auto-regulamentação pelo mercado, assente exclusivamente em recomendações não vinculativas, pois foi preconizado que tal não seria suficiente para garantir um bom governo das sociedades. De entre as várias iniciativas urgentes a serem tomadas pela EU, destacava-se a introdução de uma Declaração Anual sobre o Governo das Sociedades. Foi afirmado que as sociedades cotadas deveriam ser obrigadas a incluir nos seus documentos anuais uma declaração coerente e descritiva, que enumerasse os elementos fundamentais das suas estruturas e práticas no domínio do governo das sociedades (a comissão estava convencida dos méritos do princípio *comply or explain*).

A aplicação deste princípio foi concebida para permitir flexibilidade às empresas, e tem em linha de conta que as empresas não são todas iguais (*one size doesn't fit all*), não devendo, por isso, serem sujeitas a um conjunto de regras rígidas. Este princípio, ao combinar um

Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States - On behalf of the European Commission, Internal Market Directorate General, Final Report & Annexes I-III, 2002, p. 69 e ss. Também HOLLY J. GREGORY, do mesmo escritório de advogados, no seu *International Comparison of Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice, Developing & Emerging Markets*, 2002, apresenta um estudo mundial comparativo de códigos de boas práticas, mas, relativo a países emergentes. Deste estudo, salientamos o caso da Rússia, pois não utiliza o *comply or explain* como base para a divulgação das suas práticas de *governance*; a divulgação é apenas encorajada. O *comply or explain* é uma realidade para a maioria dos países analisados no estudo, dos quais a China e a República da Coreia são apenas dois exemplos, p. 1 e ss. Para além dos EUA, temos países como o Canadá, Índia ou Suíça, em que a aproximação de regulação pela informação promovida pelo princípio *comply or explain* não ultrapassou os sufrágios. Um país com uma história interessante de promoção da *corporate governance* e que atualmente utiliza o princípio *comply or explain* é a Austrália, vide JEAN DU PLESSIS/CLAUS LUTTERMANN, *Corporate Governance in the EU, the OECD Principles of Corporate Governance in Selected Other Jurisdictions*, in JEAN J. DU PLESSIS et al., *German Corporate Governance in International and European Context*, Berlin, 2007, p. 241 e ss.

⁴ *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London, 1992, in <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf> (15.01.2015).

⁵ Particularmente, os casos Maxwell e BCCI. O Reino Unido tinha não só que prevenir este tipo de escândalos, como também, de demonstrar ao mercado internacional que estava preocupado em os evitar, por forma a manter a sua competitividade. Posteriormente, estes princípios foram anexados às *listing rules* da bolsa de valores de Londres e, atualmente, a publicação da declaração de *conformação* é obrigatória para as empresas cotadas na bolsa de Londres (Norma 12.43A da *London Stock Exchange Listing Rules*, in http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/listing_rules.pdf (15.01.2015), p. 163). Nos EUA, a abordagem aos escândalos financeiros resultou no SOA (*Sarbanes-Oxley Act*), cujos objetivos foram sumariados pela SEC, cfr. <http://www.sec.gov/news/press/2003-89a.htm> (15.01.2015).

A diferença principal entre o Reino Unido e a abordagem dos Estados Unidos é que o SOA é um instrumento legal, o que torna obrigatórios diversos padrões e práticas. No Reino Unido, as boas práticas de *corporate governance* são ainda, sobretudo, disposições auto-impostas, que são promovidas através de uma lista de preceitos para empresas cotadas em bolsa (são as disposições contidas no *Corporate Governance Code* que estabelecem os padrões das práticas de boa governação), embora haja o dever de publicação da declaração de *comply or explain*, relativamente aos mesmos.

O SOA alcança todo o mundo, já que também as sociedades estrangeiras emitentes de ações nos EUA, estão sujeitas a este (S 106 *Sarbanes-Oxley Act 2002*), embora as regras da NYSE (secção 303A das *corporate governance rules of the New York Stock Exchange*) prevejam que as empresas estrangeiras emitentes possam seguir as práticas do seu país de origem. Outro país que adota um procedimento semelhante é a Noruega, cfr. Norwegian Corporate Governance Board, *NUES (Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse), Changes to Norwegian Code of Practice for Corporate Governance, Autumn 2011*. LUÍS GUILHERME CATARINO, no seu, *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos: Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*, Coimbra, 2010, p. 26, fala mesmo de pretensões de hegemonia mundial isoladas por parte dos EUA, em contraste com a integração de mercados que se pretende alargar a todo o Mundo e que se tornou o motor de reformas para harmonização regulatória e “normalização” legal ao nível de regras de “bom governo” das sociedades.

⁶ Vide *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union, A plan to Move Forward*, Brussels, 21 de Maio de 2003.

código voluntário com normas injuntivas sobre a divulgação do seu cumprimento ou não, procura reunir o melhor da *soft law* e da *hard law*⁷.

Definir *soft law*⁸ não tem sido uma tarefa fácil para a doutrina, porque a própria expressão *soft law* encerra um paradoxo. Tal paradoxo advém do fato de que direito representa, em grandes linhas, algo obrigatório, capaz de impor sanção, preciso, *hard* e, assim, oposto a algo não obrigatório, genérico, flexível, *soft*⁹. Logo, pergunta-se se o adjetivo *soft*, utilizado para qualificar o direito, indicia que este novo instrumento difere do direito na sua aceção usual (*hard law*) constituindo-se, assim, num direito diferenciado, ou se o uso do termo *soft* se refere a algo que não seja direito. Admitindo a *soft law* como direito, este deve ser identificado como diferente, pois não será obrigatório, será um direito com normas relativizadas.

A doutrina tem questionado e modificado as características básicas do direito. Há quem refute essa visão reduzida do direito como um simples conjunto de regras, afirmando que o direito é mais amplo que a regra, já que o direito é também costume, prática, jurisprudência, etc.¹⁰. MOLFESSIS destaca que, ao considerar-se o critério obrigatório como essencial ao direito, ignoram-se as outras manifestações possíveis do direito¹¹. A juridicidade não pode subordinar-se à sanção, uma vez que existem regras que, mesmo sem impor sanção, continuam sendo regras jurídicas¹². Do mesmo modo assinala VIRALLY: *uma norma não é jurídica porque ela é capaz de impor sanção. Ela sanciona porque ela é jurídica*¹³. E de maneira muito semelhante, OLIVEIRA ASCENSÃO: *... mesmo tomando uma por uma as regras estabelecidas, não encontramos sempre a coercibilidade. As regras não são pois jurídicas por terem coercibilidade; são jurídicas por se integrarem na ordem jurídica. Esta caracterizar-se-á por outros traços, diferentes do da coercibilidade*¹⁴. Também CASTRO MENDES: *A presença de um sistema de proteção coativa não é característica essencial da norma jurídica – tem-na, não toda e qualquer norma (o que sucederia se se tratasse de uma característica essencial),*

⁷ Cfr. ANITA INDIRA ANAD, *Voluntary vs Mandatory Corporate Governance: Towards an Optimal Regulatory Framework*, American Law & Economics Association Annual Meetings, 2005, paper 44, defende que o *comply or explain* é o melhor regime para uma boa *corporate governance*, porque consegue balancear os custos e os benefícios dos *stakeholders*, particularmente emitentes e investidores. Quando comparado com *hard law*, o *comply or explain* tem a vantagem de apresentar custos muito mais reduzidos, mantendo um nível de conformação elevado. No sentido de que o princípio *comply or explain* constitui um meio de pressão suave para melhorar a governação de sociedades cfr. MANUEL CARNEIRO DA FRADA, *"Ou cumpres ou explicas-te?"/Sobre a soft law no governo societário*, III Congresso Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, 2014, p. 340.

⁸ O aparecimento da *soft law* não tem um marco temporal claro, muito embora se verifique que o termo tenha sido empregue primeiramente em 1930 por MCNAIR, para designar os princípios abstratos, em oposição ao direito concreto, *operoire* (ARNOLD MCNAIR, *The functions and deferring legal character of treaties*, British Year Book of International Law, 1930, p. 100). Entretanto o início do debate doutrinário ocorre entre os anos 70 e início dos anos 80, vide PROSPER WEIL, *Vers une normativité relative en droit international*. *RGDIP*, 1982, Tomo LXXXVI, p. 5-47.

⁹ Cfr. PIERRE-MARIE DUPUY, *Soft law and the International law of the environment*, Michigan Journal of International Law, n.12, 1991, p. 420.

¹⁰ Vide JEAN CARBONNIER, *Flexible droit, pour une sociologie du droit sans rigueur*, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence (LGDJ), Paris, 1969, p. 20; FRANÇOIS TERRÉ, *Pitié pour les juristes*, *RTDciv.* 2002, n. 247, p. 249.

¹¹ Cfr. NICOLAS MOLFESSIS, *La distinction du normatif et du non-normatif*, Revue Trimestrielle du Droit Civil (*RTD civ*) N.729, 1999, p. 734.

¹² Vide PATRICK DAILLIER / ALAIN PELLET, *Droit international public*, 7 ed. Paris: LGDJ, 2002, p. 90-91.

¹³ MICHEL VIRALLY, *La pensée juridique*, Paris, LGDJ, 1960, p. 77 (texto original : "une règle n'est pas juridique parce qu'elle est sanctionnée. Elle est sanctionnée parce qu'elle est juridique").

¹⁴ JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, *O DIREITO: Introdução e Teoria Geral*, 13ª ed., Coimbra, 2011, p. 88.

mas só a norma jurídica na sua forma completa, perfeita, prototípica¹⁵ e BAPTISTA MACHADO: *Temos, assim, que a coação ou a coercibilidade não especifica o Direito no plano do ser, não o determina no seu conteúdo e, portanto, não faz parte da sua essência*¹⁶.

Para THIBIERGE o direito contemporâneo tem *múltiplas texturas*¹⁷, ou seja, é composto por regras mais ou menos normativas, mais ou menos precisas, mais ou menos obrigatórias, que acarretam, ou não, sanção. E entre estas múltiplas texturas, encontra-se a *soft law*.

Encontram-se na doutrina inúmeras definições para *soft law*¹⁸. O termo *soft law* designa, para KDHIR, os compromissos informais, não obrigatórios entre Estados¹⁹. SALMON estabelece como *soft law* as regras cujo valor normativo é limitado, não criando obrigações de direito positivo, ou criando obrigações com pouca possibilidade de sanção²⁰. TEIXEIRA DE SOUSA refere-se à *soft law* como direito não sancionatório com imperatividade diminuída²¹.

A definição mais generalizada de *soft law* deve-se a SNYDER, que enuncia: "Regras de conduta que, em princípio, não têm força vinculativa, mas que, no entanto, podem ter efeitos práticos"²².

De uma outra maneira, THIBIERGE define que os instrumentos de *soft law* são compostos, simultaneamente ou não, por três facetas: *mou* (mole), *flo* (fluido) ou *doux* (doce). Quando composto por premissas vagas e imprecisas serão tidos como um direito fluido, quando não forem obrigatórios serão um direito doce e se não previrem sanções serão um direito mole. Logo, um instrumento jurídico pode ser triplamente *soft* quanto ao seu conteúdo, obrigatoriedade e efeitos²³.

Por vezes a flexibilidade da regra jurídica pode ser verificada mediante o conteúdo flexível do texto, noutras, mediante a força não vinculante dos instrumentos jurídicos²⁴.

Ainda sobre o conceito de *soft law*, duas posições contrárias têm sido defendidas por juristas: a visão binária e a ideia da normatividade gradual (também designada por visão contínua)²⁵. A visão binária, segundo a qual o Direito é obrigatório, se não é obrigatório não

¹⁵ JOÃO CASTRO MENDES, *Introdução ao Estudo do Direito*, Lisboa, 2004, p. 62.

¹⁶ JOÃO BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimado*, Coimbra, 2010, p. 33.

¹⁷ CATHERINE THIBIERGE, *Le droit souple: réflexion sur les textures du droit*, RTD Civ, 2003, p.1.

¹⁸ Primeiramente, cabe justificar o uso do termo em inglês. A tradução da expressão poderia ser "direito flexível", "direito mole", "direito verde", "direito macio", no entanto estas expressões não correspondem ao sentido do termo em inglês, que é usado por toda a doutrina internacional. Alguns autores, como SELTON, RUIZ, KISS, BELLIDO, ABI-SAAD, NASSER, DUPUY utilizam o termo *soft law*. Outros como VARELLA E Jo, preferem a expressão *soft norm* por entenderem que não existe direito (law) não-obrigatório. Muito embora, essa interpretação seja a mais correta, a maior parte da doutrina internacional prefere empregar *soft law*. A expressão *soft law* foi traduzida pela doutrina francesa em *droit souple, flexible, mou, doux, vert, programmatoire, pré-droit*. Ver também DOMINIQUE CARREAU/PATRICK JUILLARD, *Droit international et l'OMC et son droit dur n'ont que peu de points communs avec l'ancien GATT et son droit mou, fait d'exceptions et de derogations*, in DOMINIQUE CARREAU / PATRICK JUILLARD, *L'Organisation Mondiale du commerce*, Hague Academy of International Law, Haia, 1997, p. 29.

¹⁹ Cfr. MONCEF KDHIR, *Dictionnaire juridique de la CIJ*, Brussels, Bruylant, 1997, p. 895.

²⁰ Vide JEAN SALMON, *Dictionnaire de droit international public*, Brussels, Bruylant, 2001, p.1039.

²¹ MIGUEL TEIXEIRA DE SOUSA, *Introdução ao Direito*, reimp., Coimbra, 2013, reimp., p. 104.

²² FRANCIS SNYDER, *Soft Law and Institutional Practice in the European Community*, in S. MARTIN (ed) *The Construction of Europe: Essays in honour of Emile Noël*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, (1994), p. 198.

²³ Cfr. CATHERINE THIBIERGE, *Le droit ...*, cit., p. 9.

²⁴ Vide LINDA A.J. SENDEN, *Soft law in European Community law*. Oxford: Hart, 2004, p.112.

²⁵ Cfr. DINAH SHELTON, *International Law and Relative Normativity*, in MALCOLM EVANS, *International Law*, Oxford, 2003, pp. 145-171.

é Direito, leva à rejeição do conceito de *soft law*²⁶ (por razões de ordem jurídica). Pelo contrário, a visão contínua defende que a normatividade pode ser gradual e, desta forma, a *soft law* é possível como conceito²⁷.

Nesta visão contínua considera-se que o direito pode ter uma variedade de impactos jurídicos, bem com efeitos diretos e indiretos, mais fortes ou mais fracos. Há mais de 20 anos que RICHARD BAXTER argumentava: "*Written international understandings, ... have, ... been divided into two categories – those norms that are binding and those norms that are not. My thesis has been that the differences are not qualitative but quantitative – that different norms carry a variety of differing impacts and legal effects.*"²⁸. Também SCHACHTER: "[W]e should recognize that legal obligation – whether national or international – also may involve 'degrees'²⁹.

Normatividade gradual significa que o direito pode ser "harder" ou "softer", e que existe uma continuidade entre "hard" e "soft". Como refere REISMAN: "[D]istinctions range along a continuum which is much more inflected than can be described by the diad 'hard' and 'soft'. Those terms are not only inadequate for description, but are also insufficient for evaluation³⁰. Ainda CHINKIN: "[C]ategories of hard and soft law are not polarized but lie within a continuum that itself is constantly evolving..."³¹.

A base teórica mais importante da visão da normatividade gradual, é a *jurisprudência política orientada*, desenvolvida pela escola de New Haven³². Os seus aderentes definem leis como (1) declarações políticas que satisfaçam (2) as expectativas das autoridades e que sejam (3) apoiadas em intenções de controlo³³. Textos prescritivos que manifestem os três mencionados elementos podem ser considerados como direito.

Relativamente ao princípio *comply or explain*, parece-nos que, independentemente de considerarmos a *soft law*, em geral, direito, este será sempre direito na medida em que combina *soft law* com normas imperativas sobre a divulgação do respetivo cumprimento (*hard law*)³⁴.

²⁶ Cfr. PROSPER WEIL, *Towards Relative Normativity in International Law?* American Journal of International Law 77 (1983), pp. 413 – 442.

²⁷ Cfr. CHRISTINE CHINKIN, *Normative Development in the International Legal System*, in SHELTON, DINAH (ed.), *Commitment and Compliance: The Role of Non-Binding Norms in the International Legal System*, Oxford, 2000, pp. 21-42.

²⁸ RICHARD. R. BAXTER, *International Law in "Her Infinity Variety"*, International and Comparative Law Quarterly, Vol.29, nº.4, 1980, pp.563.

²⁹ OSCAR SCHACHTER, *Towards a Theory of International Obligation*, Virginia Journal of International Law, Vol. 8 (1968), pp. 300-322.

³⁰ MICHAEL W. REISMAN, *The Conceptions and Functions of Soft Law in International Politics* in EMMANUEL G BELLO/PRINCE BOLA A. AJIBOLA (eds), *Essays in honor of Judge TASLIM OLAWALE ELIAS*, Dordrecht 1992, Vol. I, pp. 135-144.

³¹ CHRISTINE CHINKIN, *Normative...*, cit., p.32.

³² Vide MYRES MCDUGAL, *International Law, Power and Policy: A Contemporary Conception*, Recueil des Cours: Collected Courses of the Hague Academy of International Law, Haia vol. 82 (1953-I), pp.137-258 in http://nijhoffonline.nl/book?id=er082_er082_133-259/15.01.2015.

³³ Vide MICHAEL W. REISMAN, cit., p.135.

³⁴ Sobre a consagração legal do princípio *comply or explain* no nosso ordenamento jurídico vide o capítulo 5 deste nosso estudo.

3. O princípio *comply or explain*, a *soft law*, e a *new governance*

O uso frequente da *soft law* abriu um amplo debate na UE³⁵. A abordagem tradicional que distingue a *hard law* da *soft law* no contexto internacional, baseando-se apenas no critério da

³⁵ As instituições europeias têm feito, no decorrer do tempo, grande uso de instrumentos de *soft law* (na Europa a *soft law* tem desempenhado um importante papel, por exemplo, no designado *Open Method of Coordination*, vide STÉPHANE DE LA ROSA, *The Open Method of Coordination in the New Members States – The Perspectives for the its use as a tool of Soft Law* in *European Law Journal*, Vol. 11, No. 5, 2005, p. 618 e ss; DAVID M. TRUBEK / LOUISE G. TRUBEK, *Hard and Soft Law in the Construction of Social Europe: The Role of the Open Method of Co-ordination*, *European Law Journal*, Vol. 11, No. 3, pp. 343-364, May 2005, in <SSRN: <http://ssrn.com/abstract=712193>> (15.01.2015), o que tem gerado um amplo debate, com posições antagónicas (ANNAMARIA POGGI, *Soft Law nell'ordinamento comunitario*, relatório para a conferência: *L'integrazione dei sistemi costituzionali europeo e nazionali*, Catania, Outubro 2005, p. 14-15). Há quem defenda que o verdadeiro conceito de *soft law* é enganador e inconveniente (Contra o uso de *soft law*, vide JAN KLABBERS, *The undesirability of soft law* in *Nordic Journal of International Law*, Vol. 67, nº 4, 1998, pp. 381 e ss; JERZY SZTUCKI, *Reflection on soft Law* in JAN RAMBERG et al. (eds), *Festschrift til Lars Hjerter: studies in international law*, Nordsteds, Stockholm, 1990, p. 549-575, *apud* HOKAN A. COSMA, RICHARD WHISH, *Soft Law in the Field of EU Competition Policy*, *European Business Law Review*, Vol. 14, No 1, 2003, p. 32, enquanto outros consideram que a *soft law* é uma resposta rápida e adequada aos desafios diários da sociedade e dos mercados (cfr. HOKAN A. COSMA / RICHARD WHISH, cit., p. 33; ANDREW EVANS, *A Textbook on European Union Law*, Oxford, 1998, p. 28).

Na União Europeia, o termo *soft law* é geralmente utilizado para indicar aqueles instrumentos que não têm força obrigatória mas que, no entanto, produzem, no seu escopo, alguns efeitos práticos (FRANCIS SNYDER, cit., p.197; do mesmo autor, *The Effectiveness of European Community law: Institutions, Processes, Tools and Techniques*, *Modern Law Review*, Vol. 56, nº1, 1993, p. 32) e/ou legais. A fonte da sua legitimidade é, em muitos casos, o art. 288º do TFEU (antigo art. 249º do Tratado da CE), que contempla medidas juridicamente vinculativas, como: Regulamentos, Diretivas, Decisões - *hard law*, bem como instrumentos não vinculativos, como Recomendações e Opiniões - *soft law*, (NIGEL FOSTER, *Foster on EU Law*, Oxford University Press, Oxford, 2011, p.130). Outras medidas não vinculativas, como: comunicações, diretrizes, Livros Verdes e Livros Brancos, carecem de uma base formal legal mas, mesmo assim, são muito utilizados (RENÉ J.G.H. SEERDEN e FREDERIK A.M. STROINK (Eds), *Administrative Law of the European Union, Its Member States and the United States*, Groningen, 2002, p.273).

Os instrumentos de *soft law* também assumem diferentes características, dependendo do seu objetivo. Podem ser: "instrumentos preparatórios e informativos" se a intenção é anunciar legislação *hard* (Livros Brancos e Livros Verdes, Programas de Ação, etc.) e abrem o seu caminho com uma função pré - legal; tornam-se "instrumentos interpretativos e de decisão" (Comunicações, Notícias, Diretrizes, etc.) se a intenção é a oposta: uma função pós-lei; tornam-se "instrumentos formais e não formais de direção" (Recomendações e Opiniões, Códigos de Conduta, etc.) se assumem uma função para- lei (LINDA A. J. SENDEN, cit., pp. 123 e ss). Contudo, em princípio, é verdade que os instrumentos de *soft law* não têm força vinculativa legal. Todavia, muitos estudiosos, admitem que: "may have certain (indirect) legal effects (...)", cfr. LINDA A.J. SENDEN, *Soft Law, Self-Regulation and Co-Regulation in European Law: Where do they meet?* In *Electronic Journal of Comparative Law*, Vol. 9, No1, 2005, p. 22, in < <http://ssrn.com/abstract=943063>> (15.01.2015); *Id. Soft Law in European Community Law*, cit., p. 122.

Legislação recente da UE estreitou o escopo da *soft law*. Anteriormente, o Artigo 211º do Tratado da CE permitia à Comissão Europeia decretar Recomendações e transmitir Opiniões sempre que fosse considerado necessário (para além dos casos especificados no Tratado, por exemplo, os Artigos 77º, 97º, 133º(3) do Tratado da CE) "a fim de garantir o funcionamento e o desenvolvimento do mercado comum" (sobre o Artigo 211º do Tratado da CE, ver *ex multis* JOHN TILLOTSON, NIGEL FOSTER, *Text, Cases and Materials on European Union Law*, Cavendish Publishing Limited, 4ª ed. Londres, pp.101-102).

Esta faculdade não foi replicada pelo Artigo 17º TEU, o qual não menciona este poder específico mas, permite à Comissão Europeia emitir "iniciativas apropriadas", com o objetivo de promover o interesse geral da União. Daí resulta que o uso de instrumentos de *soft law* deve ser, agora, confinado às Recomendações e Opiniões, que surgem como "appropriate initiatives", cfr. JOHN FAIRHURST, "Law of the European Union", Pearson Longman, 9º ed., Harlow, 2012, p.68.

Apesar de todas as indicações legislativas, os Tribunais da UE tendem a atribuir autoridade legal aos instrumentos de *soft law*. Com especial destaque para as Recomendações, o Tribunal de Justiça recordou recentemente, que tais medidas devem ser tomadas em consideração pelos juizes nacionais, especialmente quando o seu objetivo for o de aplicar a lei da UE ou ajudar na interpretação da lei nacional que implementa a legislação Europeia (ALASSINI e altri v. Telecon Itália SPA e altri (apensos: C-317/08, C-318/08, C-319/08 e C-320/08), *Jornal Oficial da EU* de 22.05.2010).

Todavia, é importante realçar que os Tratados e os Tribunais da UE nunca usaram a expressão *soft law*, a qual, pelo contrário, foi evocada pelo Parlamento na sua Resolução de 4 de Setembro de 2007: "sobre as implicações institucionais e jurídicas da utilização de instrumentos jurídicos não vinculativos (*soft law*)". Tal Resolução é uma das medidas institucionais mais severas e radicais que alguma vez foram adotadas, na medida em que retrata o conceito de *soft law* como "ambíguo e pernicioso" e que importa evitar, sempre, em todos os documentos oficiais das Instituições Europeias, cfr. Resolução do Parlamento Europeu, de 4 de Setembro de 2007, sobre as implicações institucionais e jurídicas da utilização de instrumentos jurídicos não vinculativos (*soft law*) (2007/2028(INI)), alínea a) e 19, in <<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P6-TA-2007-0366+0+DOC+XML+V0//PT>> (15.01.2015). Para além disso, o Parlamento

vinculação legal³⁶ já não é suficiente para capturar a complexidade de uma *zona de obras* – como é a União Europeia³⁷, em que coexistem a regulação legal e uma *new governance*³⁸.

Europeu criticou ferozmente a posição daqueles juristas que argumentam que os instrumentos de *soft law* podem ter alguns efeitos práticos ou legais.

A política da Concorrência é uma das políticas da UE em que têm sido largamente utilizados instrumentos de *soft law* (*vide ex multis*: MICHAEL BLAUBERGER, *Of Good and Bad Subsidies: European State Aid Control through soft and hard law* in *West European Politics*, vol.32, no 4, 2009, p. 719 e ss; NICOLAS PETIT e MIGUEL P.L.RATO, *From Hard to Soft Enforcement of EC Competition Law – A Bestiary of 'Sunshine' Enforcement Instruments*, September 18, 2008, p 3 e ss, in <<http://ssrn.com/abstract=1270109>> (15.01.2015). Estes instrumentos têm-se mostrado úteis na interpretação dos artigos 101º e 102º do TFEU (antigos artigos 81º e 82º do TUE), cfr. IMELDA MAHER, *Regulation and Modes of governance in EC Competition Law: What's New in Enforcement?*, in *Fordham International Law Journal*, vol. 31, no 7, artigo 6, 2007, p. 6 e ss, in <<http://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2128&context=ilj>> (15.01.2015).

Os próprios Tribunais da EU têm considerado, cuidadosamente, instrumentos de *soft law*, em casos de concorrência (OANA ANDREEA STEFAN, *European Competition Soft Law in European Courts: A Matter of Hard Principles?*, *European Law Journal*, Vol. 14, Issue 6, pp. 753-772, November 2008, in <<http://ssrn.com/abstract=1284013>> (15.01.2015). Até mesmo a prática diária das Instituições da EU tem sido, muitas vezes, baseada na *soft law*, como no caso dos procedimentos de notificação do Regulamento 17/62, entretanto revogado pelo Regulamento 1/2003, em que a Comissão da UE informa as partes que se considerou que o acordo não foi notificado em violação do Direito da Concorrência, com uma carta de conforto. As opiniões expressas nestas cartas, não publicadas, eram, ainda assim, relevantes, na medida em que os Tribunais Nacionais poderiam tomá-las em linha de conta, quando avaliassem a conformidade do acordo com o artigo 85 do tratado ca CEE (art. 81º do TEU, agora art. 101º do TFEU), cfr. SA LANCÔME v ETOS BV, caso 99/79 (1980), *European Court Reports* 1980, p. 2511. Recentemente, uma valiosa contribuição lançou alguma luz no frequente uso de *soft law*, identificando várias funções desempenhadas por tais ferramentas (OANA ANDREEA STEFAN, *Hybridity Before the Court: A Hard at Soft Law in the EU Competition and State Aid Case Law*, February 16, 2012, *European Law Review*, Vol. 37, No. 1, pp. 49-69, 2012, in <<http://ssrn.com/abstract=2006729>> (15.01.2015)). Algumas vezes foi atribuída autoridade legal aos instrumentos de *soft law*, como no caso das Orientações sobre multas adotadas pela COMISSÃO DA EU (*vide Guidelines on the method of setting fines imposed pursuant to Article 15 (2) of Regulation No 17 and Article 65 (5) of the ECSC Treaty*. De acordo com o Tribunal de Justiça da UE, tais instrumentos correspondem à noção de Direito indicada no art. 7º nº1 da Convenção Europeia dos Direitos Humanos em virtude “dos seus efeitos legais e da sua aplicação geral”, vide DANSK RORINDUSTRI and others v COMMISSION (joined cases: C-189/02 P, C-202/02 P to C-208/02 P and C-213/02, 2005, *European Court Reports* I-5423, p. 223. Noutros casos, os instrumentos *soft law* foram considerados vinculantes para a Comissão Europeia, como no caso das disposições contidas no seu próprio 12º relatório, in <http://ec.europa.eu/competition/publications/annual_report/ar_1982_en.pdf> (16.01.2015). Noutras circunstâncias, os instrumentos *soft law* foram ainda considerados como uma fonte de legitimidade, e a decisão da Comissão Europeia (Commission Decision of 21 November 2001 relating to a proceeding pursuant to Article 81 of the EC Treaty and Article 53 of the EEA Agreement (Case COMP/E-1/37.512 – Vitamins) (notified under document number C(2001) 3695) , *Jornal Oficial* L006,10/01/2003, contrariando a sua própria Comunicação Leniency (Comunicação da Comissão relativa à imunidade em matéria de coimas e à redução do seu montante nos processos relativos a cartéis, *Jornal Oficial das Comunidades Europeias* de 19.2.2002, in <<http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2002:045:0003:0005:PT:PDF>> (16.01.2015), tendo sido considerada *vitiated by illegality* (BASF v Commission (T-15/02 de 2006). Parágrafo 541 do sumário do julgamento: *It follows from the foregoing that the statement of reasons on the basis of which the Commission found, in the Decision, that the applicant did not meet the condition in Section B(e) of the Leniency Notice in respect of all the infringements in the present case is flawed and the Decision is therefore vitiating by illegality in that regard*, in <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62002A0015:EN:HTML>> (16.01.2015).

Outro domínio em que a *soft law* tem desempenhado um papel relevante é no ADR (*Alternative Dispute Resolution*), *vide* IRIS BENOHR, *Alternative Dispute Resolution for Consumers in the European Union* in CHRISTOPHER HODGES, IRIS BENOHR e NAOMI CREUTZFELDT-BANDA (autores), *Consumer ADR in Europe*, Hart Publishing, Oxford, 2012, p. 5. O autor relaciona o uso da *soft law* para regular a ADR, a uma falta de poder das Instituições da EU, neste campo. Nesse sentido, a Comissão Europeia tem publicado Livros Verdes e Recomendações. E, numa jurisprudência recente, o ECJ (European Court of Justice) sublinha que estas Recomendações devem ser tomadas em linha de conta pelos Juizes Nacionais.

Para um estudo de direito comparado sobre a *soft law* veja-se EDMONDO MOSTACCI, *La soft law nel sistema delle fonti: uno studio comparato*, Padova, 2008.

³⁶ Vide DINAH L. SHELTON, *Introduction: Law, Non-Law and the problem of "soft law"*, in DINAH SHELTON ((ed.), *Commitment and Compliance: the Role of Non-Binding Norms in International Legal System*, Oxford, 2003, p.1 e ss.

³⁷ Cfr. KENNETH W. ABBOT, DUNCAN SNIDAL, *Hard and Soft Law in International Governance*, *International Organization*, Vol. 54, 2000, p. 421 e ss. disponível em: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1402966>; EMILIA KORKEA-AHO, *EU Soft Law in Domestic legal systems: flexibility and diversity guaranteed?*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2009, p.273.

³⁸ A *new governance* surge, acima de tudo, com o Método Aberto de Coordenação (Open Method of Coordination, OMC), que pode ser definido como uma abordagem experimentalista à *governance* na UE, com base na análise comparativa iterativa do progresso nacional, relativamente a objetivos europeus comuns e numa aprendizagem recíproca bem estruturada³⁸ e foi introduzido em 2000, no Conselho de Lisboa. E é denominada de *new governance*, por comparação com o anterior método de governação da UE. O anterior

Os modos europeus de governação podem ser analisados através de duas dimensões: métodos de direcção e atores. Aqueles modos podem chamar-se (relativamente) *novos*, quando a sua função de direcção é caracterizada por (1) informalidade e (2) falta de hierarquia, e quando (3) atores privados (tanto entidades com fins lucrativos como entidades sem fins lucrativos) são, sistematicamente, envolvidos na formulação de políticas e/ou na sua implementação³⁹.

O conceito jurídico de *soft law* é muitas vezes considerado como exibindo estas três características e, por isso, alinha-se com os “novos” métodos de governação.

É um fato que, tanto no Direito Internacional como a nível da UE, a governação por meio de *soft law* não é completamente nova. No entanto, as formas suaves (*soft*) de governação internacional estão a emergir fortemente e, na UE estão a proliferar cada vez mais atores não estatais, sem contudo reduzir o número de instrumentos *hard* ⁴⁰.

Estes novos aspetos quantitativos e qualitativos podem justificar que se considere a *soft law* (concretamente a *soft law* privada e a público-privada) um novo método de governação⁴¹. Isto pode explicar, pelo menos parcialmente, porque é que algum trabalho académico tenta preencher a ampla lacuna aberta, olhando para a *soft law* como medidas quase legais⁴², que se tornam mais e mais relevantes em *sistemas híbridos* (a *new governance* e a lei operam no mesmo domínio), tal como o da UE.

Atualmente há muitas instâncias em que podemos ver a operar simultaneamente a *new governance* e a lei no mesmo domínio, às quais, também, diz respeito o princípio *comply or explain*. Esta situação é designada por *coexistência* (*coexistence*). Existem basicamente três formas em que a *new governance* e a lei podem coexistir. Quando ambas operam ao mesmo

método, chamado método intergovernamental, e que aqui vamos denominar de “método comunitário clássico” caracterizava-se, essencialmente, por: (a) o direito de iniciativa da Comissão era partilhado com os Estados Membros ou confinado a áreas específicas de atividade, (b) o Conselho atuava, geralmente, por unanimidade (c) o Parlamento europeu desempenhava um papel puramente consultivo e (d) o Tribunal Europeu de Justiça desempenhava um papel secundário. O Tratado de Lisboa, em 2000, aboliu este método, criou a União Europeia, e emergiu um novo método de tomada de decisões (governação), o chamado, *community method* (vide EUROPEAN COMMISSION, COM(2001) 428 final, *European Governance – A White Paper*, p. 8), que apresenta como principais características: (a) monopólio da Comissão no direito de iniciativa (b) uso muito difundido da votação do Conselho por maioria qualificada (c) um papel ativo do Parlamento (opiniões, propostas de alterações, etc.) e (d) interpretação uniforme do direito comunitário pelo Tribunal Europeu de Justiça. Na realidade, o modo de governação foi substancialmente alterado e, por isso mesmo, a afirmação de que há uma *Nova Governance* que, na prática, tem características muito diferentes da anterior. SCOTT e TRUBEK realçam as essas características: participação da sociedade civil/ de setores privados e por isso um maior grau de partilha de poderes de que na legislação tradicional (processo de resolução de problemas comuns); integração multi-nível (envolvimento de diferentes níveis de governo); diversidade e descentralização (aceitação de diversidade coordenada em vez de criação de uniformidade na União); deliberação alargada entre as partes interessadas, o que promove a capacidade da resolução de problemas e que proporciona algum grau de legitimação democrática; flexibilidade e reversibilidade (padrões abertos, orientações flexíveis e suscetíveis de serem revistas e outras formas de *soft law*); fomento de experimentação e conhecimento (cfr. JOANNE SCOTT / DAVID M. TRUBEK, *Mind the Gap: Law and New Approaches to Governance in the European Union*, *European Law Journal* ,8 (2002), pp. 5-6).

³⁹ Cfr. TANJA BORZEL / SONJA GUTTEBRUNNER / SIMONE SEPER, *Conceptualizing New Modes of Governance in EU Enlargement, 2005. NEWGOV: New Modes of Governance*, p. 4.

⁴⁰ Cfr. GERDA FLKNER et al., *Complying with Europe, EU Harmonisation and Soft Law in the Member States*, Cambridge University Press, Cambridge, 2005, p. 330.

⁴¹ Cfr. ANNE PETERS / ISABELLA PAGOTO, *Soft Law as a New Mode of Governance: A Legal Perspective*, 2006, NEWGOV: New Modes of Governance, p. 4, in <<http://ssrn.com/abstract=1668531>> (16.01.2015). Relativamente à “new governance” na UE, vide também GRAINE DE BURCA / JOANNE SCOTT (eds): *Law and New Governance In the EU and the US*, Hart Publishing, Oxford, 2006.

⁴² Vide HOKAN A. Cosma / RICHARD WHISH, cit. pp.25 e 26.

tempo e contribuem para um objetivo comum, mas sem se confundirem, descrevemo-las como *complementares* (*complementary*). Quando as novas formas de *governance* são construídas para cumprir as mesmas tarefas que a regulação legal e se pensa que o farão melhor, ou quando parece ser necessário fazer uma escolha entre os sistemas, falamos de uma *competição* (*rivalry*) entre os sistemas coexistentes⁴³.

Há também uma terceira categoria, designada por *transformação* (*transformation*). Este termo é utilizado para descrever configurações em que a *new governance* e a lei tradicional não são somente complementares, estão também integradas num único sistema no qual o funcionamento de cada elemento é necessário para o êxito do outro⁴⁴.

4. Os códigos de *corporate governance* em Portugal

Em 1999, após um período de consulta pública, a CMVM⁴⁵ aprovou um conjunto de 17 recomendações (denominadas: Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas), sendo esta a primeira iniciativa para a elaboração de um código de *corporate governance*⁴⁶. É de realçar que nesse código (que se denominou de codificação), já a CMVM recomendava que as sociedades cotadas prestassem informação acerca do respetivo cumprimento. E esta abordagem *soft*, postulando uma recomendação para divulgar informação sobre o acatamento de uma codificação, já de si recomendatória, era, contudo, complementada por um levantamento anual sobre o cumprimento da recomendação de divulgação do grau de observância da codificação por parte das sociedades⁴⁷. Para provocar uma pressão social, a CMVM instituiu a prática da divulgação pública, no seu sítio da Internet, discriminando as sociedades cumpridoras e as sociedades não cumpridoras (essa pressão social provocou um aumento do grau de acolhimento das recomendações, que subiu de cerca de 33% em 2000, para cerca de 70% em 2001)⁴⁸.

A codificação da *corporate governance* sofreu uma importante evolução em 2001, através do Regulamento da CMVM nº7/2001. Este regulamento impôs a obrigatoriedade da divulgação pública e anual do grau de cumprimento das declarações, numa perspetiva de *comply or explain*; forneceu, ainda, um modelo de relatório anual sobre o governo das sociedades, que deveria ser preenchido em anexo ao relatório anual de gestão ou, em capítulo separado deste. Desta forma, este regulamento elevou a deveres de informação algumas normas que

⁴³ Vide DAVID M. TRUBECK / LOUISE G. TRUBECK, *New Governance and Legal Regulation: Complementary, Rivalry or Transformation*, Univ. of Wisconsin Legal Studies Research Paper, 2006, No. 1022. pp. 3-6, <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.908229>> (16.01.2015).

⁴⁴ *Ibid*, p. 6.

⁴⁵ COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

⁴⁶ Sobre os códigos de *corporate governance*, em geral, vide o nosso *As declarações de comply or explain falsas*, Rei dos Livros, s.l., 2014, pp. 20 a 22.

⁴⁷ Cfr. PAULO CÂMARA, *Introdução – Os códigos de Governo das Sociedades*, in PAULO CÂMARA et al., *Código do Governo das Sociedades Anotado*, cit., p. 35.

⁴⁸ *Ibid*.

anteriormente revestiam a forma de recomendações⁴⁹. O anexo citado, além de obrigar à divulgação de alguns aspetos relacionados com a governação, forçava a prestação de esclarecimentos sobre o grau de acolhimento/cumprimento das normas recomendatórias.

Das várias alterações introduzidas pela versão de 2001, a mais significativa foi a do modelo de fiscalização de práticas do governo societário das sociedades cotadas deixar de ser, exclusivamente, suportado em recomendações, mas também, apoiado na estatuição de um conjunto de deveres de informação, permitindo que os investidores possam avaliar as opções tomadas por cada sociedade cotada, em relação ao seu governo.

Mais recentemente, também o IPCG⁵⁰ concluiu o seu Código de Governo das Sociedades que tem o mérito de ser, simultaneamente, o primeiro código de *corporate governance* preparado pela sociedade civil e uma alternativa ao código da CMVM⁵¹. Este código assenta no princípio *comply or explain* e a estrutura consiste em princípios e recomendações. A função dos princípios é fixar uma base para a interpretação e aplicação das recomendações e oferecer um fundamento, qualitativamente relevante para o *explain*, na medida em que a sociedade que não observe uma recomendação obterá uma apreciação positivamente diferenciada, caso consiga demonstrar que observa o princípio, ainda que de forma distinta da que é recomendada⁵².

Em 2013 a CMVM publicou documentos regulamentares e recomendatórios⁵³ que trazem: maior liberdade e responsabilidade das empresas na escolha do Código de Governo a que decidiram submeter-se; maior consistência e transparência na avaliação do seu cumprimento, numa lógica reforçada de “conformação ou explicação” e melhor, mais acessível e mais comparável informação dos acionistas das empresas cotadas⁵⁴.

5. Portugal e o princípio *comply or explain*

No nosso país, o princípio *comply or explain*⁵⁵ tem acolhimento por via do art. 245º-A CVM e pelo regulamento nº4/2013⁵⁶. Nesta conformidade, em Portugal, os emitentes de ações

⁴⁹ *Recomendações CMVM*, números 1 a 4, versão de 1999, disponível em www.cmvm.pt.

⁵⁰ INSTITUTO PORTUGUÊS DE *CORPORATE GOVERNANCE*.

⁵¹ Com reflexões, muito interessantes, suscitadas pelo teor de algumas recomendações de ambos os Códigos de Governo das Sociedades (CMVM e IPCG) vide ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *Soft? Not soft enough? Too soft? Leitura crítica de algumas soluções contidas nos Códigos de Governo das Sociedades em Portugal (em 15 minutos)*, III Congresso Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, 2014, p. 345-357.

⁵² Cfr. o Código de Governo das Sociedades do IPCG, 2013 e artigos de opinião sobre o mesmo in <http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=773&Itemid=1> (16.01.2015).

⁵³ *Código de Governo das Sociedades da CMVM, 2013* e Regulamento da CMVM nº4/2013 (entrou em vigor a 1 de Janeiro de 2014), revogou o Regulamento da CMVM N.º1/2010 (resultantes do documento de consulta pública da CMVM n.º 2/2013).

⁵⁴ CARLOS TAVARES, *O que mudou em 10 anos*, in Conferência “10 anos do IPCG – O Governo Societário em Portugal”, p. 8, in <http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=811&Itemid=38> (15.01.2015).

⁵⁵ A diretiva 2006/46/EC introduziu na União Europeia o princípio *comply or explain* com caráter de obrigatoriedade mas, deixou aos estados membros um conjunto de opções de implementação. Sobre a forma como outros países têm transposto esta diretiva vide o nosso “As declarações de *comply or explain* falsas”, cit., 2014, p. 23 a 25.

admitidas à negociação em mercado regulamentado, situado ou a funcionar em Portugal, divulgam, em capítulo próprio do relatório anual de gestão ou num anexo a este, um relatório sobre o grau de acolhimento do Código de Governo das Sociedades. Assim, estas sociedades têm o dever de informação sobre o grau de acolhimento das recomendações seguidas e sobre as razões de não adesão às recomendações não observadas.

Também o art. 70º n.º2 al. b) do CSC estatui que as sociedades devem disponibilizar, gratuitamente, a todos os interessados, um relatório sobre a estrutura e as práticas do governo societário. Contudo, este preceito, contrariamente ao art. 245º-A CVM, não densifica o conteúdo e a extensão deste dever, nem exige informação “detalhada” sobre a estrutura e práticas de governo societário, o que nos leva a concluir que este preceito apenas exige a inclusão, no relatório em questão, de informações mínimas sobre o governo da sociedade, o qual pode não referir mais do que o modelo de governo da sociedade, os titulares dos órgãos sociais e a sua estrutura societária. É ainda de referir, que este art. 70º n.º2 alínea b) CSC, só faz sentido para as sociedades anónimas e é particularmente vocacionada para as sociedades com valores cotados⁵⁷.

6. O problema da eficácia do princípio *comply or explain*

O princípio *comply or explain* foi concebido partindo da hipótese, segundo a qual, as obrigações de transparência deveriam conduzir os emitentes a conformarem-se às melhores práticas de governo de sociedades, por pressão dos investidores.

As sociedades e os investidores são, pois, os dois pilares do bom funcionamento do princípio *comply or explain*. É necessário que as informações fornecidas pelos emitentes sejam de qualidade⁵⁸ e suficientemente instrutivas, para que os investidores possam obter uma imagem fiel das práticas seguidas pelas sociedades, para as valorizar ou, sendo o caso, as sancionar.

Os investidores devem, pela sua parte, examinar atentamente as declarações das sociedades em que investiram, a fim de se assegurarem da sua boa governação. Isto requer que eles tomem efetivo conhecimento dos relatórios publicados sobre o governo de sociedades, e que sancionem, se for o caso, as sociedades desviantes, cujas explicações não sejam convincentes. O princípio *comply or explain* aposta, assim, num círculo virtuoso, aonde a ação de controlo dos investidores deverá induzir as sociedades a realizar uma análise

⁵⁶ Sobre outras manifestações do princípio *comply or explain* vide o nosso “As declarações de *comply or explain falsas*”, cit., 2014, nota 63 p. 25 e 26.

⁵⁷ Neste sentido cfr. JORGE M. COUTINHO DE ABREU (Coord), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, I, Coimbra, 2010, p. 22. No sentido de que este artigo se aplica a todos os tipos de sociedades comerciais porque está localizado no Título I (parte geral) CSC vide PAULO CÂMARA, *Vocação e influência universal do corporate governance*, in PAULO CÂMARA et al., *O Governo das Organizações - A vocação universal do corporate governance*, Coimbra, 2011, pp. 28 a 30.

⁵⁸ Cfr. a este propósito a Recomendação da Comissão 2014/208/UE, de 9 de abril de 2014, sobre a qualidade da informação relativa à governação das sociedades («cumprir ou explicar»).

cuidada sobre o conteúdo das suas declarações e, portanto, a permitir um controlo contínuo mais aprofundado das práticas de governo de sociedades.

A prática observada não se mostra, infelizmente, à altura das ambições do princípio. Não somente os emitentes⁵⁹ não parecem fornecer sempre as informações instrutivas e fiéis à realidade, mas, sobretudo, os próprios investidores não parecem estar sempre dispostos a implementar os meios necessários para a tarefa de controlo que deles se espera.

A obrigação de controlo que o princípio *comply or explain* induz nos investidores, tem também um efeito de coação sobre os emitentes, “obrigando-os” a realizar um trabalho de introspeção. A obrigatoriedade de declaração de conformidade ou não conformidade, deve coagir coage os emitentes a fazer um exame dos seus modos de funcionamento e também, a confrontar as suas práticas e os seus modos de funcionamento com os padrões do mercado.

Este exame de consciência, que deve ser publicado e explicado publicamente todos os anos, é a ocasião para que as sociedades se coloquem em causa e, se for o caso, de considerar novos modos de organização, supostos mais eficientes.

O exercício de comunicação ao mercado está no centro do funcionamento do princípio do *comply or explain*, fazendo apelo à força da transparência. A informação tem, efetivamente, um papel fundamental nos mercados financeiros. A transparência não é, com efeito, somente

⁵⁹ O conteúdo das declarações revela as práticas de *corporate governance* e permite saber se as sociedades cumprem com as recomendações dos códigos de governo, apesar da ausência de sanção legal. A RiskMetrics (RISKMETRICS GROUP, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, 2009) realizou um importante estudo sobre as práticas de monitorização e enforcement em corporate governance nos Estados Membros (Esse estudo foi realizado a uma amostra de 18 estados membros, 74 empresas de grande capitalização, 196 de média dimensão, num total de 270 empresas. Seguidamente, apresentamos algumas reflexões com base na análise dos dados provenientes desse estudo.

A maioria das empresas (86% da amostra) divulga a informação de *comply or explain*. Isto é assim para 92% das empresas de grande capitalização e 84% das empresas de média capitalização. Em conclusão, observamos que a obrigação de declaração relativa às práticas de *corporate governance* é bem respeitada.

O total de explicações, de todas as empresas, dadas aos desvios relacionados com o respetivo código foi de 1.148. O que resulta numa média de 3 explicações por empresa se se excluir a Hungria.

Das empresas que fornecem informação sobre o *comply or explain*, 77% (180 empresas) indica ter pelo menos um desvio para com o código de *corporate governance* de referência. À primeira vista, este número poderia fazer crê que o princípio não funciona. Na realidade, aquele número testemunha um bom funcionamento do princípio, porque ele foi concebido na convicção de que *one size does not fit all*.

A maioria das empresas divulga o cumprimento ao princípio numa base geral. Apenas em 5 países, nos quais se inclui Portugal, é feito numa base de recomendação a recomendação. Sendo que estas últimas empresas divulgam um número significativamente maior de explicações, em média, do que as empresas que divulgam a informação numa base geral.

A qualidade das explicações depende de um certo número de fatores, e o estudo RISKMETRICS revela que existirá uma diferença importante entre as empresas que fornecem explicações numa base geral, por oposição às que fornecem uma informação relativa a cada disposição do código. Com efeito, as empresas que fornecem explicações relativas aos seus desvios numa base geral, têm um valor “informativo” nitidamente mais elevado que as que procedem numa base recomendação a recomendação.

No estudo foram identificados acionistas importantes (o RISKMETRICS define acionista importante como sendo aquele que possui pelo menos 10% do capital da empresa ou que possui um direito especial na empresa não atribuído a nenhum acionista vulgar) em todos os mercados. Dois mercados identificaram significativamente menos acionistas importantes, foram eles o RU e a Holanda. Estes dois mercados são caracterizados por revelarem o maior número de explicações “informativas”). Nesse estudo concluiu-se que a obrigação de declaração relativa às práticas de *corporate governance* era bem respeitada e que o princípio estava a funcionar, e que são mesmo as declarações de conformidade total que poderão ser suspeitas (Do mesmo modo SRIDHAR R. ARCOT/VALENTINA G. BRUNO, *One Size does not fit all, after all: Evidence from Corporate Governance*, Social Science Research Network, 2007, p. 26, in <<http://ssrn.com/abstract=887947>> (15.01.2015), ao efetuar análise a empresas do RU). Relativamente à qualidade da informação, o estudo concluiu que os emitentes não jogam o jogo da transparência, pois só apenas 34% das explicações constituíam informações passíveis de serem utilizadas pelos investidores. Infelizmente, no estudo, Portugal foi o país que registou maior número de explicações “inválidas”, ou seja, explicações que apenas dão nota do desvio mas sem nenhuma explicação.

uma condição do jogo concorrencial, ela é, também, a condição da sua existência, na medida em que os produtos trocados não são perceptíveis a não ser pela informação que os descreve. De fato, nos mercados financeiros, o investidor não pode examinar ou ensaiar os produtos oferecidos, os quais constituem, economicamente, os direitos aos lucros futuros, de forma que a informação é, na realidade, o produto proposto e reciprocamente, o produto é o reflexo da informação disponível a seu respeito.

Além disso, a informação veicula uma virtude disciplinadora, expressa pela célebre fórmula do juiz americano, BRANDEIS, segundo a qual “*não há melhor desinfetante do que a claridade do sol e a luz elétrica é o polícia mais eficiente*”⁶⁰.

O princípio do *comply or explain* utiliza pois a força da transparência para tornar praticamente coativas, regras que não o são juridicamente.

As obrigações de transparência procuram instituir o mercado em juiz apto a pronunciar diversos tipos de sanções: notações atribuídas aos emitentes, artigos de imprensa, reações de investidores, etc. A vontade de fazer do mercado um juiz capaz de sancionar os seus membros aparece concretamente à luz do princípio *comply or explain* e, em particular, das explicações exigidas às sociedades que se desviam.

As recentes crises financeiras corrigiram seriamente o entusiasmo dos partidários da autorregulação: nos EUA foi privilegiada a escolha da regulação externa, por via do recurso à lei SOA⁶¹; e na Europa, os esforços para construir um mercado eficiente não negligenciaram a importância da discussão entre os investidores e o conselho de administração. O princípio do *comply or explain* procura, precisamente, provocar a discussão entre os investidores e o conselho de administração, na base das declarações fornecidas ao mercado, sem todavia, renunciar às forças do mercado.

Por fim, deverá prevalecer *hard law* ou *soft law*? GALLE, num estudo realizado em 2014, conclui: “*Apparently the comply or explain principle laid down in non-statutory norms (e.g. listing rules) suffices for the highest compliance rates*”⁶², desde que a informação prestada seja verdadeira e instrutiva, enfim, útil para todos os atores do mercado. Também AGUILERA afirma: “*This approach (comply or explain) has been criticized for its weaker degree of enforcement ..., but also has potential benefits in dealing with costs, contingencies and complementarities. Namely, the flexibility for firms to adapt or mix various corporate governance mechanisms under soft-law may help firms tailor corporate governance to diverse organizational environments ... Sarbanes-Oxley has been criticized for being too rigid and imposing excessively high costs, assure enforcement*”⁶³. Também ANAD adota semelhante posição⁶⁴. Da nossa parte parece-nos que o princípio *comply or explain*, apesar de ter

⁶⁰ Tradução nossa do texto do Professor de Harvard LOUIS D. BRANDEIS, *Other People’s Money*, Cap. V: *What publicity can do*, 1913 em <http://www.law.louisville.edu/library/collections/brandeis/node/196>.

⁶¹ *Sarbanes-Oxley Act*.

⁶² ANNIKA GALLE, ‘*Comply or Explain*’ in *Belgium, Germany, Italy, the Netherlands and the UK: Insufficient Explanations and an Empirical Analysis*, 2014, p. 18 in <<http://ssrn.com/abstract=2388194>>.

⁶³ RUTH AGUILERA et al, *An Organizational Approach to Comparative Corporate Governance: Costs, Contingencies, and Complementarities*, King’s College London, Research Paper: 42, 2008, p. 27.

⁶⁴ Cfr. nossa nota 7 supra.

algumas limitações, será preferível a soluções apenas constituídas por *hard law* na medida em que a sua flexibilidade permite uma adaptação das sociedades às melhores práticas de *corporate governance*.

7. O controlo do princípio *comply or explain* exercido pelos investidores

O princípio *comply or explain* foi concebido para funcionar sob o controlo e a pressão dos investidores.

Os investidores não investem suficientemente no exame das declarações de *governance* e no controlo da gestão; não se ocupam corretamente da função de controlo de que deles se espera⁶⁵. Esta conclusão tem por base o fato de que certos investidores não encontrariam interesse em disponibilizar os recursos necessários para melhorar as práticas de *corporate governance*, a não ser que uma minoria ativa se encarregasse disso.

A passividade da maioria dos investidores revela que a força constrangente considerada resultante da sua implicação, não é suficiente para assegurar o bom funcionamento do

⁶⁵ A análise das práticas dos investidores institucionais na Europa, feita pelo estudo RISKMETRICS, revela que a maior parte destes tem uma política de voto ou de *corporate governance*. Em Portugal, a lei impõe há vários anos às sociedades de gestão de darem conta das suas práticas em matéria de exercício dos direitos de voto, conforme já abordado anteriormente.

O estudo RISKMETRICS propõe elementos estatísticos interessantes que demonstram a atividade dos inquiridos (1). Contudo, estes resultados carecem de interpretação (2).

1 – Elementos estatísticos:

94% dos investidores tem uma política de *corporate governance*, ou seja, as práticas de *corporate governance* das sociedades cotadas interessam aos investidores em primeiro plano. Essas práticas fazem parte dos critérios de investimento dos investidores.

Os investidores declararam igualmente exercer os seus direitos de voto de forma massiva. O número de 92% foi obtido pelo estudo RISKMETRICS. Este número testemunha a implicação muito importante dos investidores e a sua vontade de fazer ouvir a sua voz nas assembleias gerais.

O nível de atividade dos investidores institucionais parece bastante significativo. Numa amostra de 100 pessoas interrogadas, a vasta maioria possui uma política de voto, e 75% revelam publicamente essa informação. Por outro lado, a grande maioria exerceu os seus direitos de voto durante o ano de 2008. Estes investidores não hesitam em pôr em questão as decisões do conselho de administração (75% votaram contra o conselho de administração no decurso do ano de 2008, a fim de sancionar explicações insuficientes). No entanto, os resultados constantes do estudo RISKMETRICS indicados acima devem ser tratados com prudência, como se discute seguidamente.

2 – Interpretação e limitações dos dados estatísticos:

Só os grandes investidores institucionais fizeram parte do estudo. Mais precisamente, dos 2.000 investidores institucionais solicitados, somente 100 – representando 400 biliões de ativos sob gestão no seio da União Europeia – responderam ao estudo RISKMETRICS. Os investidores que declinaram o convite para participar no estudo invocaram falta de tempo, de recursos ou de conhecimento necessário para preencher o questionário do estudo. Assim, os resultados acima apresentados só dizem respeito a um pequeno grupo de investidores, fortemente implicados na promoção dos *standards de corporate governance*.

A fraca taxa de resposta sugere igualmente que a comunidade dos investidores institucionais pode ser dividida em duas categorias: de um lado uma minoria ativa e de outro lado, uma maioria passiva. A primeira categoria tende a exercer os seus direitos de acionista, possui geralmente uma política de voto, comunica com o conselho de administração, utiliza os seus direitos de voto e pública. A segunda categoria é mais reticente a participar ativamente no governo das sociedades em que investiu. Além disso, por razões de falta de informação relativa a esta categoria de investidores, existe muito pouco conhecimento sobre o exercício dos seus direitos enquanto acionistas.

Em resumo, os resultados do estudo RISKMETRICS sobre o dinamismo dos investidores institucionais devem ser interpretados com bastante menos otimismo de que os números nos levariam a pensar. Na realidade, a grande maioria dos investidores é relativamente passiva e pouco disposta a despender recursos para melhorar as práticas de *corporate governance* das sociedades. A passividade dos investidores foi ainda mencionada na declaração ICGN de 23 de Março de 2009. Este evidenciou (na sua secção 2.1) que “numerosos investidores não investem tempo e recursos para fornecer uma supervisão apropriada”.

princípio *comply or explain*. As razões de uma tal passividade podem ser múltiplas: custos ligados à análise das declarações das sociedades, dificuldades inerentes às discussões com o conselho de administração, barreiras ao exercício dos direitos dos acionistas, separação funcional entre investimento e gestão, aparecimento de grupos minoritários de controlo⁶⁶. Para além disso, como sublinha o *Walker Review*, “o retorno absoluto que pode reverter a favor de investidores por via de iniciativas de compromisso não é mensurável, até porque há tantos outros indicadores de desempenho”⁶⁷. Esta razão que pode levar certos investidores a serem tentados a beneficiar dos esforços dos outros (este comportamento é frequentemente designado por *free riding*). Fazendo isto, eles ameaçam os esforços realizados pela minoria ativa e a dinâmica do mercado⁶⁸.

Entre as várias soluções possíveis para resolver o problema do *free riding*⁶⁹, o recurso ao princípio *comply or explain* parece-nos constituir uma solução, pelo menos em parte. Concretamente, se os investidores institucionais tivessem de apresentar as suas políticas de investimento e de voto em relação às sociedades em que investem, fossem obrigados a divulgar como esses direitos foram utilizados e tivessem de identificar e justificar os desvios ocorridos em relação às mesmas, esta poderia ser uma forma indireta de dividir o custo do controlo das declarações por uma grande parte dos investidores institucionais e assim reduzir o problema do *free riding*⁷⁰.

⁶⁶ Sobre estes dois últimos aspetos vide MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *Sociedades abertas, valores mobiliários e intermediação financeira*, in MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO (coord.), *Jornadas: Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Coimbra, 2007, p. 14.

⁶⁷ Tradução nossa do texto original: *the absolute return that can accrue to investors from engagement initiative is not measurable, not least because there are so many other drivers of performance*, retirado de DAVID WALKER, *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities*, 16, July 2009, p. 65, disponível em http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_consultation_160709.pdf.

⁶⁸ *Os investidores passivos desencorajam a minoria ativa dos investidores a prosseguir os seus esforços de controlo das práticas de corporate governance. Por consequência, o free riding conduz, inevitavelmente, a um abrandamento global da melhoria das práticas de governance*. Sobre o problema do *free riding* da informação prestada ao mercado, vide LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação: Utopia, Realidade e Intervenção Pública*, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. X, 2011, p. 83.

⁶⁹ O ICGN realçava na sua 2ª declaração de Março de 2009 que “os acionistas devem reconhecer que deveriam utilizar os seus direitos de forma responsável, a fim de criar valor a longo prazo para os seus beneficiários. Se eles não agirem de maneira responsável, os seus direitos podem ser postos em causa e a sua ação com vista a obter direitos reforçados, será desacreditada”.

⁷⁰ O relatório *Winter*, já em 2002, sublinhou que uma “boa governação da parte dos investidores institucionais, requer a revelação dos seus investimentos aos beneficiários e a sua política de voto, e um direito dos seus beneficiários aos arquivos de voto mostrando como estes foram exercidos num caso particular”, cfr. Final Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussels, 2002, p. 56, in <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf> (15.01.2015).

A Comissão Europeia lançou um estudo que mostrou resultados inconclusivos relativamente ao apoio a um quadro obrigatório de uma declaração das políticas de voto dos investidores; referimo-nos ao Directorate General Internal Market and Services, *Consultation and hearing on future priorities for the Action Plan on modernising company law and enhancing corporate governance in the European Union*, 2007, in <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/consultation/final_report_en.pdf> (15.01.2015).

Também o código de *corporate governance* inglês prevê que os acionistas devem prestar atenção às circunstâncias particulares com as quais são confrontadas as sociedades, bem como às suas especificidades. Os acionistas têm toda a legitimidade para colocar em questão as explicações fornecidas pelas sociedades, se estas não forem convincentes, e não devem objetar de maneira mecânica e todo o desvio, relativamente às disposições do código, não deverá ser considerado sistematicamente como uma violação (...), eles devem dar a conhecer à sociedade as suas reflexões e estar preparados para entrar em diálogo, se não aceitarem a posição da sociedade, tradução nossa do FRC, *The UK Corporate Governance Code*, September 2012, p. 4, in <http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/the_uk_corporate_governance_code_september_2012.pdf> (15.01.2015). Para um estudo mais aprofundado sobre esta temática cfr. o nosso *As declarações de comply or explain falsas*, cit., 2014, nota 63 p.25.

Todavia, isso seria apenas uma medida necessária mas, verdadeiramente, insuficiente. O trabalho realizado pela doutrina inglesa⁷¹ mostrou que os investidores estavam prontos a aceitar quase todas as explicações relativas aos desvios das sociedades, desde que estas tenham bons resultados financeiros ou pelo menos, os resultados esperados⁷². É mesmo referido que neste sentido, o princípio *comply or explain* poderá ser designado por *comply or perform*⁷³. Os desvios das sociedades serão, deste modo, sempre justificados aos olhos dos acionistas, se os benefícios forem os aguardados. Este estado de coisas realça que o índice financeiro se tornou o critério principal à luz do qual as sociedades são julgadas. Ele evita que os investidores se interroguem sobre o tema de saber se a solução escolhida pela sociedade produz melhores resultados financeiros do que as práticas recomendadas pelo código.

A escolha do preço das ações, como principal elemento de controlo dos acionistas, mostra uma fraqueza da teoria da eficiência dos mercados financeiros. A informação difundida pelos emitentes e a sua receção pelos investidores, deveria modificar o preço dos títulos, em função do seu conteúdo. Assim, face à passividade dos investidores, o preço não pode exprimir toda a informação disponível sobre as sociedades cotadas consideradas. Efetivamente, os preços não refletem – ou pelo menos de maneira eficiente- as informações relativas ao *corporate governance*. Não é suficiente que uma informação seja verdadeira, completa, pertinente e publicada; ainda é necessário que ela seja tomada a sério e analisada. Infelizmente, os investidores não parecem estar dispostos a gastar tempo e a alocar os recursos necessários a este trabalho de análise, que permitiria uma valorização mais justa dos títulos das sociedades cotadas.

O critério considerado, da performance financeira, lembra que os acionistas são hoje, principalmente, investidores – companhias de seguros, sociedades de gestão, bancos de investimento – à procura de um retorno financeiro sobre o seu investimento, muito

⁷¹ Além das análises feitas pela doutrina sobre a passividade de certos investidores, o estudo RISKMETRICS procurou conhecer a perceção dos investidores relativamente ao princípio *comply or explain*. Os resultados obtidos demonstram que os investidores estavam insatisfeitos com a qualidade da informação fornecida pelas sociedades (20% consideram a qualidade da informação pobre ou muito pobre. 47% estimam que a informação é de qualidade média e somente ¼ dos investidores é que considera boa ou muito boa). Todavia, realçam, as melhorias relativas à qualidade da informação respeitante à *corporate governance*, após os últimos anos. É também de notar que mais de metade das respostas ao estudo considera que existe um equilíbrio aceitável entre os códigos baseados no princípio *comply or explain* e a legislação, tratando em conjunto todas as questões relativas à *corporate governance*. Igualmente, a maioria dos investidores inquiridos apoia o regime *comply or explain*.

A taxa de resposta ao estudo diz-nos que a implicação dos investidores institucionais, nas questões relativas ao *corporate governance*, é muito reduzida. Todavia, das 100 respostas, concluímos que a esmagadora maioria dos investidores institucionais têm uma política de *corporate governance* ou de voto e, frequentemente divulgam esta informação publicamente (RISKMETRICS, Study..., cit., p. 153 a 155).

⁷² SRIDHAR R. ARCOT / VALENTINA G. BRUNO, *In Letter but not in Spirit: An Analysis of Corporate Governance in the UK*, Social Science Research Network, May 2006, p. 32, in <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=819784> (15.01.2015); SRIDHAR ARCOT / VALENTINA BRUNO, ANTOINE FAURE-GRIMAUD, *Corporate Governance in the UK: Is the Comply or Explain Approach Working?*, Social Science Research Network, 2009, p. 3, in <<http://ssrn.com/abstract=1532290>>. Ainda neste sentido, também SIR ROGER CARR, no seu discurso na conferência realizada pela FRC intitulada *Comply or Explain, 20th Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, 2012, afirmou que “a natureza das Catástrofes pode variar, mas as causas têm razões comuns: concentração excessiva de poder, falta de transparência nos relatórios, e interesse insuficiente dos proprietários, até que seja demasiado tarde” (tradução nossa), vide p. 15 da compilação da conferência in <<http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Comply-or-Explain-20th-Anniversary-of-the-UK-Corpo.aspx>> (15.01.2015).

⁷³ IANIN MACNEIL / XIAO LI, *Comply or Explain”: Market Discipline and Non-Compliance with the Combined Code*, 2005, p. 11, in <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=726664> (15.01.2015).

frequentemente, a curto prazo. Estes não desejam imiscuir-se nos negócios da sociedade. O princípio *comply or explain*, tal como foi inicialmente concebido no RU, reconhece e consagra paradoxalmente esta situação. Com efeito, o controlo que é esperado pelos acionistas é um controlo *à posteriori*, portanto, sobre as práticas de *corporate governance* escolhidas pela administração. Pertence assim aos administradores apreciar em primeiro lugar a pertinência dos padrões em relação à atividade da sociedade. O poder é dado à administração da empresa.

Esta escolha mostra o reconhecimento pelo mercado e pelos poderes públicos, de que os administradores são os melhor colocados para decidir sobre as práticas de *corporate governance*. Todavia, seria possível, conceber que estes padrões de *corporate governance* se aplicassem por defeito – como regras supletivas – salvo vontade contrária dos acionistas, expressa em assembleia geral. Nesta hipótese, os investidores teriam o domínio sobre as práticas de *corporate governance*. Mas, esta não é a escolha que foi feita. E compreendemos melhor a tensão que resulta, de uma certa forma de contradição: os investidores devem controlar as práticas de *corporate governance*, mesmo que seja implicitamente reconhecido que os administradores são os melhor colocados para tomar as decisões nessa matéria.

As insuficiências realçadas relativas à implicação dos investidores, em particular em casos de não conformidade das disposições técnicas do código, demonstram que a efetividade do princípio *comply or explain* exige uma implicação de todos os atores do mercado, e não somente dos emitentes e dos investidores⁷⁴. O custo do controlo deve ser suportado por um maior número de atores. A este respeito, o papel das associações profissionais é fundamental para facilitar a tarefa dos acionistas, em particular, no que diz respeito à recolha e análise de informações.

8. Fiscalização do cumprimento do princípio *comply or explain* pela autoridade reguladora

No caso da declaração de *corporate governance*, o respeito da obrigação da sua publicação, no seio dos países da EU, é geralmente assegurado, seja pela autoridade de regulação⁷⁵, seja pelos operadores de mercado⁷⁶, e as sanções adotadas variam de estado para estado⁷⁷.

⁷⁴ SERGAKIS, KONSTANTINOS, *Deconstruction and Reconstruction of the 'Comply or Explain' Principle in EU Capital Markets. Accounting, Economics and Law: A Convivium, Forthcoming, 2014, in* <<http://ssrn.com/abstract=2516741>> apresenta um estudo muito interessante onde desenvolve esta ideia.

⁷⁵ As autoridades reguladoras, no caso de violação das obrigações de publicação, podem recorrer ao envio de um correio, à publicação do nome da empresa em falta, ou ainda a uma sanção financeira.

⁷⁶ Os operadores de mercado encarregues da gestão dos mercados regulamentados, podem sancionar a sociedade em falha das obrigações de publicação, através de uma censura, uma multa, ou nos casos mais graves, excluir a sociedade da bolsa, *vide* HANS CHRISTIANSEN / ALISSIA KOLDERTSOVA, *The role of Stock Exchanges in Corporate Governance*, OECD Steering Group on Corporate Governance, 2009, p. 13 e 14, in <http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/44368686.pdf> (15.01.2015).

A implementação de um procedimento de controlo, apoiando-se em sanções pesadas, é uma prática delicada, sobretudo pelas consequências que poderá ter para os investidores. Com efeito, os operadores de mercado

Mas, o controle da obrigação contrasta com o controle do conteúdo das declarações. Com efeito, as autoridades de regulação não têm vocação para controlar o conteúdo⁷⁸. Não somente este papel não lhes compete em função do princípio *comply or explain*, como também, não terão, certamente, os meios. Nomeadamente, a avaliação do conteúdo das declarações implica uma certa subjetividade, o que torna muito delicada a implementação de eventuais sanções.

Em certos Estados, as entidades encarregues do controlo das declarações de *corporate governance* efetuam, por vezes, um controlo que ultrapassa a simples verificação formal das disposições⁷⁹. Todavia, este controle jamais se estende à verificação do conteúdo da declaração das sociedades.

encarregues da gestão dos mercados regulamentados, podem mostrar-se reticentes em impor sanções às sociedades cotadas, que são os seus primeiros clientes.

⁷⁷ Do estudo *RISKMETRICS, Study...*, cit., p. 62, realçamos as seguintes informações:

Na Bulgária o regulador é responsável pelo controle dos relatórios publicados pelas sociedades; penalizações administrativas podem ser infligidas em caso de violação da regulamentação.

Na Dinamarca, a bolsa de valores NASDAQ OMX Copenhague, verifica se as sociedades respeitam a obrigação de publicar a declaração sobre *corporate governance*. Ela pode chamar as sociedades em questão, de forma informal e, se for o caso, infligir uma censura se as empresas não se conformarem com a obrigação de publicação.

Na Irlanda, a Irish Stock Exchange tem o poder, de acordo com as regras do mercado, de excluir, de suspender, ou de anular a cotação de uma sociedade que não respeite as disposições do código de *corporate governance*.

No RU, a FSA faz uma verificação das emissões das declarações, por uma seleção regular de um certo número de relatórios anuais (amostragem). Na hipótese em que uma sociedade não apresente a sua declaração nos padrões requeridos, a FSA pode usar da sua autoridade, sobretudo emitindo uma contravenção. Contudo, a FSA não julga a exatidão ou a adequação da declaração respeitante à conformidade. O controlo da FSA é limitado a uma verificação formal, e confia a avaliação substancial aos acionistas e ao mercado.

⁷⁸ Também neste sentido mas, relativamente ao controlo do conteúdo da informação constante no prospeto vide ASSMANN, HEINZ-DIETER, *Civil Liability for the Prospectus*, Direito dos Valores Mobiliários vol. VI, 2006, p. 180.

⁷⁹ Na sequência do estudo *RISKMETRICS*, a Comissão Europeia, preocupada com o funcionamento do princípio *comply or explain* colocou a hipótese, para controlar as declarações de governo societário, da adoção de uma fiscalização pelos organismos de controlo, como os reguladores dos mercados de valores mobiliários, as bolsas, ou outras autoridades (cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Green paper: The EU corporate governance Framework, O quadro da EU do governo de Sociedades*, 2011, ponto 3.2).

Também o *European Company Law Experts*, em resposta ao livro verde de 2011 da COMISSÃO EUROPEIA, defendeu a necessidade de um controlo externo da aplicação do código de *governance* (Cfr. Resposta à questão 25 do livro verde na p. 22, 23 e 24 do EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS, *Response to the European Commission's Green Paper 'The EU Corporate governance Framework, 2011*, in <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1912548> (15.01.2015). Em sentido contrário, vide COMISSÃO JURÍDICA DO INSTITUTO PORTUGUÊS DE CORPORATE GOVERNANCE, *Comentários e sugestões no âmbito do processo de consulta da Comissão Europeia - livro verde - o quadro da EU do governo de sociedades*, Lisboa, 22 de Julho de 2011.

O EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS admitiu, ainda, que em alguns Estados Membros, esse controlo possa ser realizado pelas autoridades reguladoras dos mercados de valores mobiliários, mas, face às estruturas de acionistas e da dinâmica das respetivas empresas mobiliárias, não acreditam que essa solução possa ser preconizada ao nível europeu. Para este grupo de peritos, o envolvimento das autoridades reguladoras do mercado de valores mobiliários, pode deslocalizar o debate, relativamente ao código e à sua aplicação, dos acionistas para a entidade reguladora e assim, deslocalizar também, o tema do debate da natureza voluntária dos códigos, para uma natureza obrigacional. Alertam, também, para o fato de a qualidade das explicações ficar ameaçada, se existir o risco de sanções legais, conduzindo-se assim ao *box ticking*. No mesmo sentido, cfr. ARCOT, *Resposta à consulta pública promovida pela comissão europeia sobre o livro verde em matéria de governo das sociedades*, Junho 2011, p. 30 e 31.

O mesmo grupo de peritos salienta o caso da Holanda, como um exemplo positivo, em que o controlo é feito por autoridades não oficiais mas, que têm o apoio das autoridades públicas. Em todo o caso, o grupo de peritos admite que a solução holandesa pode não ser a melhor solução para todos os Estados Membros e que, portanto, deve ser deixada liberdade para cada país decidir a melhor forma de implementar este controlo.

Em França o *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées* da AFEP / MEDEF prevê a existência de uma comissão, privada (Haut Comité de suivi de l'application du code) no seu ponto 25.2, composta por quatro personalidades com reconhecida experiência em grupos internacionais e três personalidades de outros setores (investidores, personalidades com competência em assuntos legais/deontológicos), para monitorizar a aplicação dos princípios contidos no código de corporate governance, bem como a de promover melhorias.

De maneira geral, as autoridades de regulação⁸⁰ dos Estados Membros publicam relatórios anuais sobre as práticas da declaração das sociedades. Exemplos: Bélgica, Estónia, França, Alemanha, Lituânia, Holanda, Portugal e Espanha. Os relatórios espanhóis e portugueses são, a este respeito, os mais aprofundados. As observações dos reguladores são, não somente, macroeconómicas – isto é, a um nível agregado do mercado – mas, igualmente microeconómicas – isto é, ao nível individual de cada sociedade. Os mercados regulamentados publicam, igualmente, relatórios anuais: na Dinamarca, Estónia, Finlândia, Lituânia e Luxemburgo. Todavia, estes relatórios são breves e contêm um número limitado de informação.

No seio dos diferentes sistemas de controlo, os regimes português e espanhol⁸¹, revelam-se dos mais desenvolvidos.

Em Portugal, a CMVM⁸² controla o formalismo dos relatórios remetidos pelas sociedades, emite recomendações individuais e assegura-se que as declarações das sociedades são bem publicadas. A CMVM publica um relatório anual respeitante às declarações de *corporate governance*, no qual fornece informações relativas às práticas de conformidade de cada uma das sociedades submetidas ao código⁸³. Este relatório tornado público é uma forma de estímulo direto aos mais cumpridores e consiste numa censura social indireta dos incumpridores -esta forma de punição das empresas, tem a designação de *name and shame*⁸⁴. É de referir que esta sanção nos parece preferível a uma legal, podendo esta última dar origem ao fenómeno *box ticking* (cumprimento formal do código, meramente mecânico).

Também a sociedade civil já iniciou o seu envolvimento no controlo das práticas de *corporate governance*, constituindo o Relatório da Católica Lisbon/AEM⁸⁵ um exemplo.

A verificação do cumprimento poderá, também, ser realizada por *gatekeepers* (guardiões) relacionados com a empresa (auditores, acionistas com poderes reforçados, analistas financeiros) ou associações especializadas privadas ou semi-privadas, independentes de reguladores e de titulares ou ex-titulares de órgãos reguladores⁸⁶.

⁸⁰ Sobre a distinção entre autoridades reguladoras e autoridades de supervisão veja-se LUÍS GUILHERME CATARINO, *Regulação...*, cit., pp. 266 e ss.

⁸¹ Em Espanha a CNMV, é a entidade encarregue de fiscalizar o respeito das obrigações relativas à *corporate governance*. A CNMV deve, em particular:

- Assegurar que as sociedades emitentes respeitam as disposições relativas à *corporate governance*;
- Lançar todo o procedimento de investigação ou de sanção, no caso de violação por uma sociedade emitente, das suas obrigações relativas ao *corporate governance*.

A CNMV publica anualmente dois relatórios respeitantes às práticas de *corporate governance* das sociedades cotadas espanholas ("IBEX35 índices"). Estes relatórios fornecem informações numa base agregada, bem como numa base individual.

⁸² A CMVM goza de poderes de autoridade para controlo e vigilância dos mercados. Sobre as várias competências da CMVM, vide LUÍS GUILHERME CATARINO, *Regulação...*, cit., p. 70 e ss.

⁸³ A publicação deste relatório consta dos procedimentos de supervisão da CMVM (art. 361º nº1 al. g) CVM).

⁸⁴ Cfr. PAULO CÂMARA, *Introdução ...*, cit., p. 35.

⁸⁵ Cfr. CATÓLICA LISBON/AEM, *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal, 2014*, in <http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/relatorio_catolica_lisbon_aem_governo_das_sociedades_em_portugal_2014.pdf>.

⁸⁶ Cfr. LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação: Utopia, Realidade e Intervenção Pública*, cit., p. 105-106.

O desejo do regulador é o de que, no prazo de quatro anos, as suas funções, em matéria de *corporate governance*, estejam confinadas às questões estritamente legais e regulamentares⁸⁷.

9. Conclusão

A *Soft law* é um instrumento jurídico que proporciona flexibilidade a quem o utiliza, mas a ausência de sanção levanta uma enorme discussão em torno da segurança jurídica que o mesmo proporciona. Neste sentido, o princípio *comply or explain*, no contexto das sociedades de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, proporciona a flexibilidade da *soft law*, na medida em que cada sociedade se conforma às práticas que considerar mais adequadas ao seu caso concreto mas, com vista a aumentar a transparência neste domínio, obriga-as a divulgar essas mesmas práticas e também as razões da sua não observância.

A aplicação deste princípio foi concebida para permitir flexibilidade às empresas, e tem em linha de conta que as empresas não são todas iguais (*one size doesn't fit all*), não devendo, por isso, serem sujeitas a um conjunto de regras rígidas. Este princípio, ao combinar um código voluntário com normas injuntivas sobre a divulgação ou não do respetivo cumprimento, procura reunir o melhor da *soft law* e da *hard law*.

O problema da eficácia do princípio *comply or explain* reside na dificuldade em obrigar as sociedades emitentes a *jogarem o jogo* da transparência, já que apenas uma minoria das explicações por estas fornecidas constituem informações passíveis de serem utilizadas pelos investidores. Quanto a estes últimos, era suposto que controlassem ativamente as declarações de *corporate governance*, mas essa situação não se verifica. O princípio *comply or explain* apenas consegue resolver parte desse problema, pois o controlo das declarações de *corporate governance* efetuado pelos investidores deveria refletir-se no valor das ações. Contudo, na realidade, eles só reagem em virtude do preço das mesmas. Assim, admite-se que deixam aos administradores a tarefa de decidir sobre as práticas de *corporate governance*.

Destaca-se o trabalho da CMVM ao efetuar um relatório relativo às práticas de conformidade de cada sociedade. Contudo, este relatório não analisa a veracidade da declaração. Nesta conformidade, somos levados a concluir que é necessário um maior esforço de fiscalização da declaração, por forma a aumentar a eficácia do princípio *comply or explain*. Este esforço de fiscalização deverá ser feito, sobretudo, pelos acionistas, pois são eles os mais interessados na veracidade da declaração de *corporate governance*. Mas, uma vez que está em causa o correto funcionamento do mercado de capitais e o financiamento da economia real, o esforço de fiscalização da declaração deverá ser de todas as entidades –

⁸⁷ CARLOS TAVARES, *O que mudou ...*, cit., p. 8.

universidades, gabinetes de advogados, auditores, jornalistas, opinião pública - que com o mercado se relacionam, e não só dos investidores.

Concluimos que o princípio *comply or explain*, ao combinar um código voluntário com normas injuntivas sobre a divulgação do seu cumprimento ou não, é a melhor solução para uma boa *corporate governance*. Este princípio, apesar das suas limitações, quando comparado com soluções constituídas apenas por *hard law*, tem a vantagem de apresentar custos muito mais reduzidos, mantendo um nível de observância elevado. Todavia porque a importância do tema assim o exige, a este estudo seguir-se-á um outro sobre a tutela *ex post* do princípio *comply or explain*.

Bibliografia

ABBOT, KENNETH W. / SNIDAL, DUNCAN, *Hard and Soft Law in International Governance*, International Organization, Vol. 54, 2000, pp. 421 e ss, in <<http://ssrn.com/abstract=1402966>> (15.01.2015)

ABREU, JORGE M. COUTINHO DE (coordenação), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, 1, Coimbra, 2010

— *Governança das Sociedades Comerciais*, 2ª ed., Coimbra, 2010

— *Corporate Governance em Portugal*, IDET, Miscelâneas nº6, Coimbra, 2010, pp. 7-47

AEM, *Resposta à consulta pública promovida pela Comissão Europeia sobre o livro verde em matéria de governo das sociedades*, Junho 2011

AFEP / MEDEF, *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, 2013, ponto 25.2

AGUILERA, RUTH V./CUERVO-CAZURRA, ÁLVARO, *Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger?* in *Organization Studies*, vol. 25 (3), 2004

— *Codes of Good Governance in Corporate Governance*, *An International Review*, vol. 17, nº 3, 2009

AGUILERA, RUTH et al, *An Organizational Approach to Comparative Corporate Governance: Costs, Contingencies, and Complementarities*, King's College London, Research Paper: 42, 2008, p. 27

ANAD, ANITA INDIRA, *Voluntary vs Mandatory Corporate Governance: Towards an Optimal Regulatory Framework*, American Law & Economics Association Annual Meetings, 2005, paper 44

ARCOT, SRIDHAR / BRUNO, VALENTINA / FAURE-GRIMAUD, ANTOINE, *Corporate Governance in the UK: Is the Comply or Explain Approach Working?*, Social Science Research Network, July 2009, in <<http://ssrn.com/abstract=1532290>> (15.01.2015)

ARCOT, SRIDHAR R. / BRUNO, VALENTINA, *In Letter but not in Spirit: An Analysis of Corporate Governance in the UK*, Social Science Research Network, May, 2006

— *One Size does not fit all, after all: Evidence from Corporate Governance*, Social Science Research Network, 2007, in <<http://ssrn.com/abstract=887947>> (15.01.2015)

ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA, *O Direito: Introdução e Teoria Geral*, 13ª ed., Coimbra, 2011

ASSMANN, HEINZ-DIETER, *Civil Liability for the Prospectus*, Direito dos Valores Mobiliários, vol. VI, 2006

ATKINS, PAUL, *Speech by SEC Commissioner: The Sarbanes-Oxley Act of 2002: Goals, Content, and Status of Implementation*, Securities and Exchange Commission, in <<http://www.sec.gov/news/speech/spch020503psa.htm>> (15.01.2015)

BAXTER, RICHARD. R., *International Law in "Her Infinity Variety"*, International and Comparative Law Quarterly, Vol. 29 nº.4, 1980

BENOHR, IRIS, *Alternative Dispute Resolution for Consumers in the European Union* in HODGES, CHRISTOPHER/BENOHR, IRIS/CREUTZFELDT-BANDA, NAOMI, *Consumer ADR in Europe*, Hart Publishing, Oxford, 2012

BLANCO, MIGUEL IRIBARREN, *Responsabilidad civil por la información divulgada por las sociedades cotizadas - Su aplicación en los mercados secundarios de valores*, Revista de Derecho del Mercado de Valores, Monografía nº2/2008

BLAUBERGER, MICHAEL, *Of Good and Bad Subsidies: European State Aid Control through soft and hard law* in West European Politics, vol.32, no 4, 2009, pp. 719 e ss

BORZEL, TANJA/GUTTEMBRUNNER, SONJA/SEPER, SIMONE, *Conceptualizing New Modes of Governance in EU Enlargement, 2005, NEWGOV: New Modes of Governance*

BRANDEIS, LOUIS D., *Other People's Money*, Cap. V: *What publicity can do*, in <<http://www.law.louisville.edu/library/collections/brandeis/node/196>> (15.01.2015)

BURCA, GRAINE DE / SCOTT, JOANNE (eds), *Law and New Governance In the EU and the US*, Hart Publishing, Oxford, 2006

— *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos: Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*, Coimbra, 2010

CÂMARA, PAULO, *Introdução - Os códigos de Governo das Sociedades* in CÂMARA, PAULO et al., *Código do governo das Sociedades Anotado*, Coimbra, 2012, pp. 11-43

— *Sociedades abertas, valores mobiliários e intermediação financeira*, in MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO (coord.), *Jornadas: Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Coimbra, 2007

— *Vocação e influência universal do corporate governance* in CÂMARA, PAULO et al., *O Governo das Organizações - A vocação universal do corporate governance*, Coimbra, Almedina, 2011

— *A Actividade de Auditoria e a Fiscalização de Sociedades Cotadas – Definição de um Modelo de Supervisão*, Cadernos CMVM, 16, 2006

CATÓLICA LISBON/AEM, *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal, 2014*, in http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/relatorio_catolica_lisbon_aem_governo_das_sociedades_em_portugal_2014.pdf (15.01.2015)

CARBONNIER, JEAN, *Flexible droit, pour une sociologie du droit sans rigueur*, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence (LGDJ), Paris, 1969

CARREAU, DOMINIQUE/JUILLARD, PATRICK, *Droit international et l'OMC et son droit dur n'ont que peu de points communs avec l'ancien GATT et son droit mou, fait d'exceptions et de derogations*, in CARREAU, DOMINIQUE / JUILLARD, PATRICK, *L'Organization Mondiale du commerce*, Hague Academy of International Law, Haia, 1997

CATARINO, LUÍS GUILHERME, *Informação: Utopia, Realidade e Intervenção Publica*, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. X, 2011

CHINKIN, CHRISTINE, *Normative Development in the International Legal System*, in SHELTON, DINAH (ed.), *Committment and Compliance: The Role of Non-Binding Norms in the International Legal System*, Oxford, 2000, pp. 21-42

CHISTIANSSEN, HANS / KOLDERTSOVA, ALISSIA, *The role of Stock Exchanges in Corporate Governance*, OECD Steering Group on Corporate Governance, 2009, in <http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/44368686.pdf> (15.01.2015)

CINI, MICHELLE, *The Soft Law Approach: Commission Rule-making in the EU's State Aid Regime* in *Journal of European Public Policy*, 2001, vol. 8, no2, pp. 192-207

CMVM, *Código de Governo das Sociedades da CMVM, 2013*

— *Regulamento da CMVM nº4/2013*

— *Regulamento da CMVM nº1/2010*

— *Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, 2001* in http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Soccot/Soccot_Dez2001/Pages/indice.aspx (15.01.2015)

— *Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, 1999*

— *Documento de consulta pública da CMVM N.º 2/2013, Projeto de Regulamento da CMVM - Governo das Sociedades Cotadas*

COMISSÃO EUROPEIA, *Livro Verde - O quadro da UE do governo das Sociedades*, 2011

— *Recomendação 2014/208/UE, de 9 de abril de 2014*

COMISSÃO JURÍDICA DO INSTITUTO PORTUGUÊS DE CORPORATE GOVERNANCE, *Comentários e sugestões no âmbito do processo de consulta da Comissão Europeia – livro verde – o quadro da EU do governo de sociedades*, 22.07.2011

Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union, A plan to Move Forward, Bruxels, 21 de Maio de 2003

CORREIA, A. FERRER et al, *A privatização da sociedade financeira portuguesa: regras sobre reprivatizações, responsabilidade pelo prospeto, culpa in contrahendo, vícios ocultos das empresas reprivatizadas*, Lisboa, 1995

COSMA, HOKAN A./ WHISH, RICHARD, *Soft Law in the Field of EU Competition Policy*, *European Business Law Review*, Vol.14, No 1, 2003

CUERVO-CAZURRA, ÁLVARO (vide AGUILERA, RUTH V.)

CUNHA, PAULO OLAVO, *Corporate & Public Governance nas Sociedades Anónimas: Primeira Reflexão in Centenário do nascimento do Professor Doutor Paulo Cunha: Estudos em homenagem*, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO (coord.), Coimbra 2012

DAILLIER, PATRICK / PELLET, ALAIN, *Droit international public*, 7 ed. Paris: LGDJ, 2002, pp. 90-91

DIRECTORATE GENERAL INTERNAL MARKET AND SERVICES, *Consultation and hearing on future priorities for the Action Plan on modernising company law and enhancing corporate governance in the European Union*, 2007, in <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/consultation/final_report_en.pdf> (15.01.2015)

DUPUY, PIERRE-MARIE, *Soft law and the International law of the environment*, *Michigan Journal of International Law*, n.12, 1991

EFIGÉNIA, ANA SÍLVIA FALCÃO MESTRE, *As declarações de "comply or explain" falsas*, *Rei dos Livros*, s.l., 2014

EUROPEAN COMMISSION, DG, *Internal Market and Services, Consultation and hearing on future priorities for the Action Plan*, 2007, in <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/consultation/final_report_en.pdf> (15.01.2015)

– COM(2001) 428 final, *European Governance – A White Paper*, p. 8

EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS', *Response to the European Commission's Green Paper The EU Corporate Governance Framework*, 2011, in <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1912548> (15.01.2015)

European Court Reports:

– ALASSINI e altri v. TELECON ITÁLIA SPA e altri (C-317/08, C-318/08, C-319/08 e C-320/08), *Jornal Oficial da EU* de 22.05.2010

- SA LANCÔME v. ETOS BV, 99/79 (1980), European Court Reports 1980, p. 2511
- DANSK RORINDUSTRI and others v. COMMISSION (joined cases: C-189/02 P, C-202/02 P to C-208/02 P and C-213/02, 2005, European Court Reports I-5423, p. 223
- BASF v. COMMISSION (T-15/02 de 2006)
- EVANS, ANDREW - *A Textbook on European Union Law*, Hart Publishing, Oxford, 1998, p. 28
- FAIRHURST, JOHN, *Law of the European Union*, Pearson Longman, 9 ed., Harlow, 2012, p.68.
- FAURE-GRIMAUD, ANTOINE (*vide* ARCOT, SRIDHAR)
- FLKNER, GERDA et al., *Complying with Europe, EU Harmonisation and Soft Law in the Member States*", Cambridge University Press, Cambridge, 2005, p. 330
- FOSTER, NIGEL, *Foster on EU Law*, Oxford University Press, Oxford, 2011, p.130
- *EU Law: Directions*, Oxford University Press, Oxford, 2010, p. 105
- FRADA, MANUEL CARNEIRO DA, "Ou cumpres ou explicas-te?"/*Sobre a soft law no governo societário*, III Congresso Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, 2014, pp. 339-343
- FRC, *Comply or Explain, 20th Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, London, 2012, in <<http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Comply-or-Explain-20th-Anniversary-of-the-UK-Corpo.aspx>> (15.01.2015)
- *The UK Corporate Governance Code, Setembro 2012*, in <http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/the_uk_corporate_governance_code_setembro_2012.pdf> (15.01.2015)
- FSA, *Listing rules*, in <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/listing_rules.pdf> (15.01.2015)
- GALLE, ANNIKA, 'Comply or Explain' in Belgium, Germany, Italy, the Netherlands and the UK: *Insufficient Explanations and an Empirical Analysis*, 2014, p. 18. in <<http://ssrn.com/abstract=2388194>>
- GREGORY, HOLLY J., *International Comparison of Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice, Developing & Emerging Markets*, 2002, in <<http://www.weil.com/wgm/cwgmho>
mep.nsf/Files/IntnlCorpGovGuide_Dev_Emerg_Mkts/\$file/IntnlCorpGovGuide_Dev_Emerg_Mkts.pdf> (15.01.2015)
- HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Final Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Brussels, 4 Novembro 2002
- IPCG, Código de Governo das Sociedades, 2013, in <http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=773&Itemid=1> (15.01.2015)
- KDHIR, MONCEF, *Dictionnaire juridique de la CIJ*, Brussels, Bruylant, 1997, p. 895

KLABBERS, JAN, *The undesirability of soft law in Nordic Journal of International Law*, Vol. 67, nº 4, 1998, pp. 381 e ss

KORKEA-AHO, EMILIA, *EU Soft Law in Domestic legal systems: flexibility and diversity guaranteed?*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2009, pp. 273

LA PORTA, RAFAEL, et al, *Investor Protection and Corporate Governance*, in *Journal of Financial Economics*, October 2000

London Stock Exchange Listing Rules, in <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/listing_rules.pdf> (15.01.2015)

MACNEIL, IANIN/LI, XIAO, "Comply or Explain": *Market Discipline and Non-Compliance with the Combined Code*, 2005, in <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=726664> (15.01.2015)

MACHADO, JOÃO BAPTISTA, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimado*, Almedina, Coimbra, 2010

MAHER, IMELDA, *Regulation and Modes of governance in EC Competition Law: What's New in Enforcement?*, in *Fordham International Law Journal*, vol. 31, no 7, artigo 6, 2007, p. 6 e ss, in <<http://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2128&context=ilj>> (15.01.2015)

MARTINS, ALEXANDRE DE SOVERAL, *Soft? Not soft enough? Too soft? Leitura crítica de algumas soluções contidas nos Códigos de Governo das Sociedades em Portugal (em 15 minutos)*, III Congresso Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, 2014, pp. 345-357

McDOUGAL, MYRES, *International Law, Power and Policy: A Contemporary Conception*, Recueil des Cours: Collected Courses of the Hague Academy of International Law, Haia vol. 82, 1953-I, p. 137-258, in <http://nijhoffonline.nl/book?id=er082_er082_133-259> (15.01.2015)

MCNAIR, ARNOLD, *The functions and deferring legal character of treaties*, *British Year Book of International Law*, 1930

MENDES, JOÃO CASTRO, *Introdução ao Estudo do Direito*, Pedro Ferreira-Artes Gráficas Lda, Lisboa, 2004

MOLFESSIS, NICOLAS, *La distinction du normatif et du non-normatif*, *Revue Trimestrielle du Droit Civil (RTD civ)* N.729, 1999

MONTESQUIEU, *De l'esprit des lois, Première Partie*, Genève, Barillot, Edição eletrónica realizada a partir do livro manuscrito, 1748

MOSTACCI, EDMONDO, *La soft law nel sistema delle fonti: uno studio comparato*, Cedam (ed), Padova, 2008

NORWEGIAN CORPORATE GOVERNANCE BOARD, *NUES (Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse)*, *Changes to Norwegian Code of Practice for Corporate governance, Autumn 2011*

OCDE, *Princípios da OCDE Sobre o Governo das Sociedades*, 1999

— *Os Princípios da OCDE sobre o Governo de Sociedades*, 2004, in <<http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>> (15.01.2015)

OSTERDAHL, INGER, *The ECJ and Soft Law. Who's Afraid of the EU Fundamental Rights Charter?* in ULRIKA MORTH (ed), *Soft Law in Governance and Regulation - An Interdisciplinary Analysis*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2004, pp. 37 e ss

PETERS, ANNE / PAGOTO, ISABELLA, *Soft Law as a New Mode of Governance: A Legal Perspective*, 2006, NEWGOV: New Modes of Governance, p. 4, in <<http://ssrn.com/abstract=1668531>> (15.01.2015)

PETIT, NICOLAS / RATO, MIGUEL P.L., *From Hard to Soft Enforcement of EC Competition Law - A Bestiary of 'Sunshine' Enforcement Instruments*, September 18, 2008, p 3 e ss, in <<http://ssrn.com/abstract=1270109>> (15.01.2015)

PLESSIS, JEAN DU / LUTTERMANN, CLAUS, *Corporate Governance in the EU, the OECD Principles of Corporate Governance in Selected Other Jurisdictions*, in JEAN J. DU PLESSIS et al., *German Corporate Governance in International and European Context*, Berlin, 2007, pp. 241 e ss

POGGI, ANNAMARIA, *Soft Law nell'ordinamento comunitario: L'integrazione dei sistemi costituzionali europei e nazionali*, Catania, Outubro 2005, pp. 14-15

POULLE, JEAN-BAPTISTE, *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise - Le principe "se conformer ou expliquer" en droit boursier*, Paris, L'Harmattan, 2011

REISMAN, MICHAEL W., *The Conceptions and Functions of Soft Law in International Politics* in ELIAS, TASLIM OLAWALE / BELLO, EMMANUEL G. / AJIBOLA, BOLA A. (Prince) (eds) - *Essays in honor of Judge Taslim Olawale Elias*, Dordrecht 1992, Vol. I, pp. 135-144

Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, London, 1992, in <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>> (15.01.2015)

RIBEIRO, MARIA DE FÁTIMA, *Sociedades abertas, valores mobiliários e intermediação financeira*, in MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO (coord.), *Jornadas: Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Coimbra, 2007

RISKMETRICS GROUP, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in corporate Governance in the Member States*, 2009

ROSA, STÉPHANE DE LA, *The Open Method of Coordination in the New Members States: The Perspectives for the its use as a tool of Soft Law* in *European Law Journal*, Vol. 11, No. 5, 2005, pp. 618 e ss

SALMON, JEAN, *Dictionnaire de droit international public*, Brussels, Bruylant, 2001, pp.1039

SCHACHTER, OSCAR, *Towards a Theory of International Obligation*, *Virginia Journal of International Law*, Vol. 8, 1968, pp. 300-322

SCOTT, JOANNE/ STURM, SUSAN *Courts as Catalysts: Re-Thinking the Judicial Role in New Governance* in *Columbia Journal of European Law*, 2007, pp. 565 e ss

SCOTT, JOANNE / TRUBEK, DAVID M., *Mind the Gap: Law and New Approaches to Governance in the European Union*, *European Law Journal*, 8, 2002, pp. 5-6

SEC, *Summary of SEC Actions and SEC Related Provisions Pursuant to the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, in <<http://www.sec.gov/news/press/2003-89a.htm>> (15.01.2015)

SEERDEN, RENÉ J.G.H. / STROINK, FREDERIK A.M. (Eds), *Administrative Law of the European Union, Its Member States and the United States*, Groningen, 2002, pp. 273

SENDEN, LINDA A.J., *Soft law in European Community law*. Oxford: Hart, 2004, p.112

— *Soft Law, Self-Regulation and Co-Regulation in European Law: Where do they meet?* in *Electronic Journal of Comparative Law*, Vol. 9, No1, 2005, p. 22, in <<http://ssrn.com/abstract=943063>> (15.01.2015)

SEPER, SIMONE (*vide* BORZEL, TANJA)

SERGAKIS, KONSTANTINOS, *Deconstruction and Reconstruction of the 'Comply or Explain' Principle in EU Capital Markets. Accounting, Economics and Law: A Convivium*, Forthcoming, 2014, in <<http://ssrn.com/abstract=2516741>>

SHAILER, GREGORY, *An Introduction to Corporate Governance in Australia*, Melbourne, Pearson Australia. 1ª, 2004

SHELTON, DINAH, *International Law and Relative Normativity*, in MALCOLM EVANS, *International Law*, Oxford, 2003, pp. 145-171

— *Introduction: Law, Non-Law and the problem of "soft law"*, in SHELTON, DINAH (ed.), *Commitment and Compliance: the Role of Non-Binding Norms in International Legal System*, Oxford, 2003, pp.1 e ss

SILVA, JOÃO SOARES DA, *O Action Plan da Comissão Europeia*, *Cadernos CMVM*, nº18, Agosto de 2004

SNIDAL, DUNCAN (*vide* ABBOT, KENNETH W.)

SNYDER, FRANCIS, *Soft Law and Institutional Practice in the European Community*, in S. MARTIN (ed), *The Construction of Europe: Essays in honour of EMILE NOËL*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, 1994, pp. 198

— *The Effectiveness of European Community law: Institutions, Processes, Tools and Techniques*, *Modern Law Review*, Vol. 56, nº1, 1993, pp. 32

SOUSA, MIGUEL TEIXEIRA DE, *Introdução ao Direito*, reimp. da ed. de 2012, Coimbra, 2013,

SPITZ, NICOLAS, *La réparation des préjudices boursiers*, Paris, 2010

STEFAN, OANA ANDREEA, *European Competition Soft Law in European Courts: A Matter of Hard Principles?*, *European Law Journal*, Vol. 14, Issue 6, p. 753-772, November 2008, in <<http://ssrn.com/abstract=1284013>> (15.01.2015)

— *Hybridity Before the Court: A Hard at Soft Law in the EU Competition and State Aid Case Law*, February 16, 2012, *European Law Review*, Vol. 37, No. 1, , 2012, p. 49-69, in <<http://ssrn.com/abstract=2006729>> (15.01.2015)

Stock Corporation Act, in <<http://www.nortonrose.com/files/german-stock-corporation-act-2010-english-translation-pdf-59656.pdf>> (15.01.2015)

TAVARES, CARLOS, *O que mudou em 10 anos*, in Conferência “10 anos do IPCG – O Governo Societário em Portugal”, p. 8 in <http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=811&Itemid=38> (15.01.2015)

TERRÉ, FRANÇOIS, *Pitié pour les juristes*, *RTDciv.* 2002, n. 247

TILLOTSON, JOHN/ FOSTER, NIGEL, *Text, Cases and Materials on European Union Law*, Cavendish Publishing Limited, 4^a ed. Londres, pp. 101-102

THE COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE AND GEE AND CO. LTD, *Report of the committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, in <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>> (15.01.2015)

THIBIERGE, CATHERINE, *Le droit souple: réflexion sur les textures du droit*, *RTD Civ.* 2003

TRUBEK DAVID M./TRUBEK, LOUISE G., *Hard and Soft Law in the Construction of Social Europe: The Role of the Open Method of Co-ordination*, *European Law Journal*, Vol. 11, No. 3, May 2005, in <<http://ssrn.com/abstract=712193>> (15.01.2015) pp. 343-364

— *New Governance and Legal Regulation: Complementary, Rivalry or Transformation*, *Univ. of Wisconsin Legal Studies Research Paper*, 2006, No. 1022. pp. 3-6 in <<http://ssrn.com/abstract=908229>> (15.01.2015)

VIRALLY, MICHEL, *La pensée juridique*, Paris, LGDJ, 1960

WALKER, DAVID, *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities - 16 July 2009*, in <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20130129110402/http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_consultation_160709.pdf> (15.01.2015)

WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP, *Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States - On behalf of the European Commission, Internal Market Directorate General, Final Report & Annexes I-III*, 2002

WEIL, PROSPER, *Vers une normativité relative en droit international*. *RGDIP*, 1982, LXXXVI, pp. 5-47

WEIL, PROSPER, *Towards Relative Normativity in International Law?*, *American Journal of International Law* 77, 1983, pp. 413-442

ZADKOVICH, JOHN, *Mandatory Requirements, Voluntary Rules and "Please Explain": A Corporate Governance Quagmire*, Victoria, Deakin Law Review, 2007, Vol. 12, Issue 2